Das Problem einer Verbindung der deutschen mit der englischen Währung

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorürde
genehmigt von der Philosophischen Fakultät der
Friedrich-Wilhelms-Universität zu Berlin

von
Richarda Lotter
Diplomvolkswirt aus Stuttgart

Tag der Promotion: 28. April 1937
Tag der Prüfung: 29. Juni 1937

1937

Buchdruckerei Joh. Hamel, Marburg (Lahn)

965

Referenten: Prof. Dr. Ludwig Bernhard
Prof. Dr. v. Gottl. Ottlilienfeld

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhaltsübersicht

Einleitung

1. Der Tatbestand 5
2. Die Problemstellung 7

I. Hauptteil

Die Theorie einer „indirekt manipulierten" Währung

I. Der Begriff des Manipulierens 9
1. Automatische Währungen 10
2. Manipulierte Währungen 11

II. Der Begriff der „Schwelle"
1. Die Schwelle des Außenwertes
a) allgemein 14
b) bei der Goldwährung 17
2. Die Schwelle des Innenwertes
a) bei der sog. „freien" Währung 20
b) bei der Goldwährung 22

III. Das Spannungsproblem zwischen Innenwert und Außenwert einer Währung
1. Die Ursachen solcher Spannungsmöglichkeiten 23
2. Das Spannungsproblem bei indirekt manipulierten Währungen 26

VI. Das Kernproblem einer direkt manipulierten Währung
1. Tatbestand und Fragestellung 29
2. Die volkswirtschaftliche Bedeutung einer Innenwert-Stabilisierung
a) Wandel in Wesen und Aufgaben einer Währung . . . 31
b) Die Bedeutung einer Innenwertstabilisierung im Verhältnis zu einer Außenwertstabilisierung 34
3. Die volkswirtschaftliche Bedeutung einer Außenwertstabilisierung
a) Außenwertstabilität und Auslandsschulden bzw. -Forderungen 36
b) Außenwertstabilität und Außenhandel
1. Außenhandel und Außenkursschwankungen . . . 46
2. Die Automatik bei Goldwährungsländern 49
c) Außenwertstabilität und neue Kapitalsverflechtungen
1. Die Risikoverteilung 51
2. Vertrauen und Währung 57
3. Die Doppelseitigkeit der Diskont-Politik 59
4. Zusammenfassung: Außenwert- oder Innenwertstabilisierung . 62

II. Hauptteil

Die Anwendung auf den Fall England—Deutschland

I. Die Ursachen der Loslösung Englands vom Goldstandard am 19. 9. 1931.

1. Die Geschichte der Goldwährung 64
2. Die Restitution der englischen Goldwährung und ihre Folgen
   a) die Beweggründe 69
   b) die Folgen 75
      I. Die Großhandelspreise 78
      II. Der Außenhandel 79
      III. Die Lebenshaltungskosten 80
      IV. Die Preisschere 81
3. England als Weltkreditmarkt 82
4. Die andern Ursachen 86

II. Die Wirkungen der Loslösung Englands vom Goldstandard

1. Die inneren englischen Wirkungen 87
2. Die außenwirtschaftlichen Wirkungen 90
3. Der englische Kreditmarkt 92

III. Die Parallele Deutschland — England . . . . . .

1. Deutschland — England und der „Sterling-Club“ . . . .
   a) der Außenhandel 94
   b) Emmissionen und Kredite 95
   c) Goldstandard Sterlingstandard 97
2. Die deutschen Probleme 97
   a) die deutsche Preislage
   b) Deutschland als Schuldnerstaat
3. Grundsätzliches und Schlußwort 98

Einleitung.

1. Der Tatbestand.

Am 8. Januar 1932 sprach Keynes in seinem Vortrag über „Economic Prospects 1932" vor dem Hamburger Überseeclub[1]) die vielfach als Aufforderung aufgefaßte Vermutung aus, er halte es für sehr wahrscheinlich, daß noch im Laufe des Jahres 1932 weitere Währungen, insbesondere Südafrika[2]) und Deutschland, sowie andere mitteleuropäische Staaten sich dem Sterling-Club anschließen würden. Als Nachsatz fügte er hinzu, daß, was das im Wettbewerb mit England stehende Deutschland betreffe, er diese Aussicht vom Standpunkte Englands aus durchaus nicht begrüße, daß er es aber für Deutschland als unbedingte Notwendigkeit erachte, denn eine Ersetzung des Goldstandards durch den Sterling-Standard bedeute für Deutschland eine Milderung des bestehenden Deflations- und Steuerdrucks. Trotz der so verständlichen Furcht Deutschlands vor einer erneuten Inflation und trotz des Gewichtes seiner finanziellen Verpflichtungen halte er nach Abschluß der schwebenden internationalen Schuldenverhandlungen eine Befreiung Deutschlands von der Last des gegenwärtigen fiktiven Außenwertes seiner Reichsmark für dringend erforderlich. Für die Weltwirtschaft ergäbe sich durch Anschluß aller oben genannten Länder an den Sterling-Club eine ungefähre Zweiteilung der Länder in:

a) noch am Goldstandard festhaltende und damit für sich und ihre Schuldnerländer Deflationsdruck ausübende überwiegende Gläubigerstaaten und
b) überwiegende Schuldnerstaaten, die durch Loslösung vom Goldstandard die Möglichkeit hatten: 1. sich von diesem Deflationsdruck zu befreien und gleichzeitig 2. aktiv der Vormachtstellung der Gläubigerländer entgegenzuwirken.

Deutlicher als verschleierte Aufforderung erkennbar verficht fünf Monate später der Hauptschriftleiter der Finanzial News O. R. Hobson auf der zu Beginn Mai stattfindenden Weltwirtschaftskonferenz in Berlin[3]) ebenfalls den Gedanken einer Einreihung Deutschlands in den Sterling-Club. Auch er macht den Vorschlag „nur mit allen Vorbehalten":

1) Wirtschaftsdienst Heft 2 vom 15. 1. 32.
2) Abgang Südafrikas vom Goldstandard 27. 12. 32.
3) Verhandlungen der Weltwirtschaftskonferenz Berlin 1932, Stenographischer Bericht, Verlag Mosse 1932 S. 27 ff.

„Es wäre gänzlich unverständlich, wenn die Umstände es Deutschland nicht eher ermöglichen sollten, seine Währung an das englische Pfund anzuhängen, vielleicht ungefähr zu der alten Parität RM. 20 = £ 1 (!) als am Golde festzuhalten."

Wenn nicht baldigst eine befriedigende Lösung der internationalen Schuldenfrage Deutschlands erfolge, also insbesondere im anzunehmenden Falle eines Fehlschlages der Lausanner Konferenz, glaube er, daß Deutschland aus „nicht allein wirtschaftlichen" Gründen einen Anschluß an die Sterling-Club genannte, ziemlich lose gebildete Währungsgemeinschaft für wünschenswert halten könnte. Die tatsächlichen Ereignisse seit dem 21. September 1931 hätten die Befürchtungen Lügen gestraft, die die meisten Befürworter des Goldstandards einer Loslösung des £ vom Golde vorausgesagt. Dies müsse auch die Bedenken Deutschlands gegen eine Loslösung vom Golde entkräften. Tatsächlich bliebe den überschuldeten Schuldnerländern nur die Wahl zwischen einem ehrlichen und direkten Bankrott, wie ihn die Aufhebung der Einlösbarkeit der Noten in Gold bedeute, oder einem indirekten Bankrott wie Moratorium, Stillhalteabkommen, Devisenkontrolle und damit verbunden Importdrosselungen und als Endergebnis eine gewaltige Schrumpfung des gesamten Welt-Außenhandels — alles dies tatsächliche Goldzahlungseinstellungen unter Beibehaltung der nominellen Einlösungspflicht.

Unter Hinweis auf Sir Arthur Salter betont Hobson, daß für den 1. Weg die Loslösung von der alten Goldparität, die üblichen Einwände dann nicht zuträfen, wenn alle Länder gleichzeitig sich von der veralteten Parität lösten. Ein solch allgemeines internationales Vorgehen ermögliche Aufrechterhaltung der gegenseitigen Wechselkurse der betreffenden Länder ohne inneren Deflationszwang. Nötigenfalls müßte die Gruppe der Schuldnerländer allein diesen Weg beschreiten.

Sir Arthur Salter begründet in seinem vielfach abgelehnten Buch „Recovery, The Second Effort"[5]) ohne Deutschland direkt zum Beitritt aufzufordern, die Bildung des „Sterling-Clubs" mit dem berechtigten Bestreben der einzelnen Staaten, in erster Linie die Stabilität des inneren Preisniveaus zu erreichen, in zweiter Linie aber dabei nach Möglichkeit gleichzeitig den Wechselkurs mit möglichst viel anderen Staaten aufrechtzuerhalten. Eine solche Möglichkeit biete der Anschluß an die Sterling-Währung.

Wenn im folgenden zu obigen von englischer Seite ausgehenden Anregungen Stellung genommen werden soll, so nicht von politischen Gesichtspunkten aus. Denn politisch betrachtet ließe sich in wenigen Worten Keynes durch sich selbst widerlegen, wenn er z. B. in seinem

4) daselbst S. 29.
5) Salter Sir Arthur, Recovery, 1932 S. 75 ff, 81 ff.

Tractat[6]) klar und einleuchtend ausführt, warum England sich der international manipulierten Goldwährung nicht wieder anschließen dürfe, sondern zu einer am inneren Preisniveau eigen-manipulierten Währung übergehen müßte, um im selben Atemzuge von anderen Ländern, u. a. auch von Deutschland zu fordern, daß sie sich einer von England, also ebenfalls vom Auslande her manipulierten Währung anschließen bzw. unterordnen sollen[7]). Gelten denn nicht die gleichen Gründe der wirtschaftlichen und politischen Selbständigkeit und des Prestiges ebenso für Deutschland wie für England? Im nachfolgenden soll vielmehr wissenschaftlich zu der Frage Stellung genommen werden, welche Folgen bzw. Voraussetzungen eine Verbindung der deutschen mit der englischen Währung bedeutete.

Diese Frage hat zwei Seiten:

a) die grundsätzliche oder theoretische Frage nach Ursachen und Wirkungen einer an einer bestimmten Auslandswährung orientierten bzw. fest mit ihr verbundenen Währung für die Wirtschaft der betreffenden Länder.

b) Die Nutzanwendung auf den konkreten Fall England—Deutschland 1933. Es läßt sich hierbei allerdings eine Ausschaltung der politischen Fragen nur insoweit erreichen, daß der Verfasser sich bemühte, irgendwelche Wertung politischer Folgerungen zu vermeiden. Ihre objektive Aufzeignung gehört hingegen mit zur Aufgabe dieser Arbeit. Nur die Abwägung, ob diese aufgezeigten wirtschaftlichen Vorteile die politischen Nachteile oder die wirtschaftlichen Nachteile die politischen Vorteile überwiegen oder nicht, ist Aufgabe des Politikers.

2. Die Problemstellung.

Die englische Anregung, wie wir sie vielleicht am besten bezeichnen, eines Beitritts Deutschlands zum Sterling-Club bedeutet zweierlei: als erstes eine Loslösung Deutschlands vom Goldstandard, d. i. die Aufhebung der gesetzlich festgelegten Wertbindung Reichsmark-Gold mit Bildung eines mehr oder minder freien Marktpreises für Gold in deutscher Währung. Zum zweiten eine gesetzlich feste, oder doch tatsächliche Bindung des Deutschen Markwertes an das englische Pfund.

Um die Folgen einer solchen Änderung des gesetzlichen Wertmaßstabes oder zu mindest der praktischen Wertorientierung der deutschen Währung auf die deutsche Wirtschaft, insbesondere auf die innere Preispolitik und den Geldmarkt, beurteilen zu können, ist es notwendig, Bedeutung und Wirken eines inneren wie eines

6) Keynes, Tract on Monetary Reform, S. 155 ff, 176.
7) Keynes a. a. O. S. 205.

äußeren Wertmaßstabes einer Währung auf den inneren Markt sowie die Außenbeziehungen der eigenen Volkswirtschaft zu kennen. Wir beginnen daher mit einer theoretischen Behandlung der Auswirkungen einer Außenwert- bzw. Innenwert-Orientierung einer Währungspolitik, und versuchen dann die Nutzanwendung unserer theoretischen Erkenntnisse im Falle England aufzuzeigen. Die Parallele für die deutsche Lage dürfte sich dann verhältnismäßig leicht und in wenigen Sätzen ziehen lassen. — Eine Wiederholung längst bekannter Gedankengänge läßt sich hierbei nicht vermeiden.

Das uns in vorliegender Arbeit beschäftigende Währungsproblem ist ein Geld-Wert-Problem: Wie erreiche ich eine möglichst stabile Währung, d. i. einen möglichst stabilen Wertmaßstab für den inländischen und ausländischen Austausch bzw. Verkehr der Waren und Leistungen? Das mehr technische Problem der Handhabung einer solchen Währung, der Erreichung eines möglichst reibungslosen Geld- und Zahlungsverkehrs, eines möglichst elastischen Geldmarktes beschäftigt uns hierbei nicht. Uns interessiert hier lediglich der Geldwert in seiner doppelten Eigenschaft als innerer und äußerer Geldwert.

Ein näheres Eingehen hierbei auf die verschiedenen Geldwerttheorien dürfte sich erübrigen. Denn uns interessiert hier weniger, woher das Geld seinen Wert erhält: Durch die Autorität des Staates, durch das Vertrauen des Publikums, durch die Gewohnheit des Güterverkehrs oder womöglich durch einen inneren Substanzwert — als vielmehr die Tatsache, daß jedes „Geld" einen bestimmten, doppelten Wert hat, der allerdings an gewisse Voraussetzungen geknüpft ist, der sich aber — und das ist das wesentliche — mit der Größe von Angebot und Nachfrage ändert. Somit wird, wenigstens äußerlich betrachtet, das Währungsproblem zum Quantitäts-Problem, was keineswegs die Verleugnung irrationaler Momente bedeutet. Denn sowohl die Größe der Nachfrage wie die des Angebotes werden in weitgehendem Maße von irrationalen Größen wie Vertrauen, Gewohnheit, Spekulation, Unternehmungslust und Unternehmungsmüdigkeit, kurz durch die gesamte volkswirtschaftliche Lage mitbestimmt. Aber einmal sind Angebot und Deckung in einem bestimmten Augenblick gegebene Größen. Zum anderen wirken sich alle jene irrationalen Momente auf den Geldwert immer nur auf dem Umweg über eine Veränderung der Größe des Angebotes oder der Nachfrage aus. Damit dürfte die Bezeichnung eines jeden Wertproblems und somit auch des Währungsproblems als Quantitätsproblem gerechtfertigt sein.

Wir kommen somit zur Frage der Regelung des Geldwertes:

I. Hauptteil.

Die Theorie einer „indirekt manipulierten" Währung

I. Der Begriff des „Manipulierens".

Das Währungsproblem ist eine doppelte Quantitätsfrage: Das Verhältnisproblem von umlaufender Geldmenge zu umlaufender Warenmenge einerseits und das Verhältnisproblem von inländischer Geldmenge zum ausländischen Geldangebot andererseits. Diesem doppelten Wertverhältnis entspricht eine Gruppierung der Währungsarten in:

a) Versuche, den inneren Geldwert, also das Warenpreisniveau,

b) Versuche, den äußeren Geldwert, d. i. den „Währungskurs" zu stabilisieren.

Die Lösungsversuche, durch Stabilisierung des Wertverhältnisses des Geldes zum Golde bedeuten bald eine innere, meist jedoch, und insbesondere für Deutschland, das keinerlei Goldvorkommen besitzt, eine äußere Geldwertregelung. Selbst für England mit seinen zahlreichen Goldbesitzungen bedeutete die Goldwährung seit 1871, das ist seitdem das Gold zur internationalen Währungsgrundlage geworden war, eine äußere Geldwertbindung[1]). Deutlich trat allerdings dieser Außenwertcharakter des Goldstandards auch für England erst durch die internationale Goldwertmanipulation der Vereinigten Staaten seit 1919 und Frankreichs seit 1927 in Erscheinung. Schließlich mußte auch das alte Goldland Südafrika den internationalen Charakter seiner Goldwährung erfahren. Seine Loslösung vom Golde war notwendig gerade infolge seines Wunsches einer selbständigen Regulierung seines inneren Preisniveaus.

Zwar beeinflussen sich diese beiden Werte (der innere und der äußere) einer jeden Währung gegenseitig, aber infolge ihrer Abhängigkeit von verschiedenen dritten Größen, der inländischen Warenmenge einerseits, dem ausländischen Geldwerte andererseits, bedingt die Stabilität des einen Wertes, wenigstens im Grundsatz den Verzicht auf die Stabilität des anderen Wertes. D. i. die Stabilität des inneren und die Stabilität des äußeren Wertes haben die Tendenz, sich gegenseitig auszuschließen.

1) Vergl. unten S. 68 ff.

Die gewünschte Stabilität, sei es des Außen-, sei es des Innenwertes einer Währung, kann nun auf zweierlei Weise erreicht werden:

a) durch bewußte Steuerung des inneren oder äußeren Mengenverhältnisses: manipulierte Währungen,
b) durch feste Bindung an die Mengen eines dritten Gutes (Edelmetalle oder eine ausländische Währung): automatische Währungen.

1. Automatische Währungen.

Die automatische Bindung des Geldwertes z. B. an den Goldwert durch Bindung der Geldmenge an die Goldmenge, d. i. die reine Goldwährung funktioniert folgendermaßen:

Fließt z. B. durch Ausfuhrüberschuß oder Zinszahlungen Gold ins Land, so gelangt es bei Verwendung als monetäres Gold über die Banken zur Zentralnotenbank, die es eintauscht.

Entsprechend diesem Goldzufluß vermehrt die Zentralbank gemäß ihren Statuten die umlaufende Notenmenge um den gleichen oder 2½- oder 3⅓fachen Betrag. Beträgt z. B. bei 40%iger Golddeckungspflicht die Notenmenge 5 Millarden Gulden bei einem Goldbestand von 2 Milliarden, so entspricht einem Goldzufluß von 400 Millionen Gulden eine Notenvermehrung von 1 Milliarde. Goldmenge und Notenmenge steigen also beide um 20 % ohne entsprechende Veränderung auf der Warenseite. Dadurch sinkt der Wert des Goldes und mit ihm der Wert des Geldes um ca. 20 % im Verhältnis zur Warenmenge: Das Preisniveau steigt.

Das Preisniveau steigt allerdings nicht immer im gleichen Prozentsatz, sondern zuweilen stärker, zuweilen schwächer, da eine leichte Vermehrung der Geldmenge eine verringerte Umlaufsgeschwindigkeit, eine stärkere Vermehrung der Geldmenge dagegen eine erhöhte Umlaufsgeschwindigkeit zur Folge haben kann. Andererseits steht bei Goldzustrom durch Warenausfuhr der vermehrten Geldmenge gleichzeitig eine verkleinerte Warenmenge gegenüber, was eine Steigerung der Wertspanne bedeutet.

Dem erhöhten Preisniveau im Goldeinfuhrland steht im Goldausfuhrland eine entsprechende Preissenkung gegenüber, sofern auch dieses Land reines Goldwährungsland ist, denn dessen Gold- und damit Geldbestand schmolz ja um die gleiche Summe zusammen, um die der Goldbestand des Goldeinfuhrlandes anwuchs. Dadurch wird es dem Käufer des Goldeinfuhrlandes vorteilhafter, im billiger gewordenen Goldausfuhrlande statt im teurer gewordenen eigenen Lande zu kaufen, während umgekehrt der bisherige Importeur des Goldausfuhrlandes nunmehr seine Ware besser im eigenen Lande kaufen wird. Die Warenausfuhr des Goldeinfuhrlandes geht im

selben Ausmaße zurück, in dem die Warenausfuhr des bisherigen Goldausfuhrlandes steigt. D. h. es setzt ein mit Gold zu bezahlender Warenstrom vom Goldausfuhrland nach dem Goldeinfuhrland ein, solange, bis durch den dadurch bedingten entgegengesetzten Goldstrom sich das Preisniveau beider Länder auf dem alten Preisniveau wieder ausgeglichen hat.

Wir sehen also:

1. eine selbsttätigen Ausgleich von Gold-Zu- und Abflüssen auf dem Umweg über Preisniveau-Verschiebungen und
2. umgekehrt eine selbsttätige Regulierung des inneren Preisniveaus im Verhältnis zum Preisniveau der mit ihm in Warenaustausch stehenden fremden Länder auf dem Umwege über Gold-Zu- und Abflüsse.
3. Endlich auf dem Umweg über Preisniveauverschiebungen (1.) und Goldbewegungen (2.) einen selbsttätigen Ausgleich des in Gold zu bezahlenden Außenhandels.

Die Auslösung der Automatik dieser dreifachen Selbstregulierung erfolgt durch die feste Verbindung der Geldmenge und damit des Preisniveaus mit der Goldmenge. Die hierzu notwendige ungehemmte, preisverändernde Auswirkung einer jeden Goldbewegung wird jedoch nicht schon, wie meist irrtümlicherweise angenommen wird, gewährleistet durch eine bloße Goldabgabe- (d. i. Noteneinlösungs-) sowie eine Goldannahme- (d. i. Goldauspräge-) -Pflicht der Zentralnotenbank, sondern nur durch ihre tatsächliche Handhabung. Mit anderen Worten: Es muß gewährleistet sein, daß jede Goldbewegung eine entsprechende Geldmengenbewegung hervorruft. Oder anders ausgedrückt: Die geldvermehrende und damit preissteigende Wirkung eines Goldzuflusses, bzw. die geldverknappende und damit preissenkende Wirkung eines Goldabflusses darf nicht durch künstliche Goldaufspeicherung bzw. Goldabstoßung unterbunden werden. Nur wenn diese Automatik voll gewährleistet ist, haben wir es mit einer reinen Goldwährung zu tun.

2. Manipulierte Währungen.

Wird dagegen die Geldmengenbewegung statt vom automatischen Goldzu- und Abfluß entsprechend den Bewegungen der Zahlungsbilanz des Landes von der goldaufspeichernden bzw. goldabstoßenden Politik der Zentralnotenbanken abhängig gemacht, so wird die reine Goldwährung zu einer manipulierten, d. i. bewußt gesteuerten Währung[2]).

2) So auch Keynes, Tract on Monetary Reform S. 167 ff.

Anders Cassel[3]). Cassel sieht in der Bindung der Geldmenge an die freie Goldmengenbewegung nicht das Wesensmerkmal einer Goldwährung. Für ihn bedeutet diese Automatik Goldabfluß — Geldverknappung — Preissenkung bzw. Goldzustrom — Geldvermehrung — Preissteigerung lediglich ein Kennzeichen der auf der Currency-Theorie aufgebauten Währungen. Ja, er sieht darin sogar eine Verkennung der eigentlichen Funktion des Goldes, die nach ihm nur in der 3. Art der Automatik: Goldbewegung zwecks Ausgleichs der Außenhandelsbilanz eines Landes besteht[4]). Jedoch setzt diese Automatik nicht nur auf dem oben beschriebenen Wege über eine innere Preisverschiebung ein, sondern bereits unmittelbar: Einfuhrüberschuß bedeutet verstärkte Nachfrage nach fremden Devisen, die mit Gold bezahlt werden. Goldbewegungen werden hier also zu einer Warenausfuhr oder Wareneinfuhr besonderer Art.

Diese Blickwendung der Vor- und Nachkriegs-Währungspolitiker, von der auch Cassel sich nicht frei machen konnte, auf den Charakter des Goldes als internationales Zahlungsmittel und Mittel zur internationalen Außenhandels-Regulierung führte 1923 auf der Weltwirtschaftskonferenz zur allgemeinen Empfehlung der Ergänzung der reinen Goldwährung zu einer Golddevisen-Währung[5]), einer Währungsart, die die Fehler des Goldes (mengenmäßige Wertbindung) wohl übernimmt, jedoch ohne dessen Vorteil (automatischer Preisausgleich). Denn wie Busse[6]) einleuchtend ausführt, steht bei Goldwanderungen der Geldvermehrung auf Grund eines Goldzustromes eine entsprechende Geldmittelverknappung auf Grund eines Goldabflusses in einem anderen Lande gegenüber, während bei Devisenwanderungen nur das Devisenzustromland seine Geldmittelversorgung erhöht, ohne entsprechenden Vorgang im Devisenursprungsland. Daher geschieht der Preisniveau-Ausgleich bzw. Wiederangleich bei Golddevisenwährungen nicht auf dem alten Preisniveau, sondern auf einer verlagerten Höhe.

Jedoch in dieser gewiß äußerst wichtigen Funktion des Goldes, sei es auf dem Umweg über den äußeren Währungskurs, sei es auf dem Umweg über das innere Preisniveau, ein gewisses Gleichgewicht im Außenhandel der verschiedenen Goldwährungsländer automatisch zu erzwingen, beruht vielleicht die heutige Hauptbedeutung des Goldes, nicht aber Sinn und Wesen einer Goldwährung. Denn Goldwährung bedeutet ja: Wahl des Goldes als

3) Cassel: Theoreth. Sozialökonomik 5. Auflage 1923 S. 465/6.
4) Cassel: daselbst S. 465.
5) Lt. Gesetz können 100 % der Reserven in Devisen bestehen in Bulgarien, Danzig, Estland, Finnland, Italien, Lettland, Österreich, Rußland, Südslawien, Ungarn, ein Teil der Reserven 2/3 bis 1/4 in: Albanien, Litauen, Dänemark, Belgien, Deutschland, Griechenland, Polen, Tschechoslowakei.
10) Dr. Hans Busse: Die Golddevisenwährung 1932 S. 99 ff, 109 ff.

Wertgrundlage eines Geldsystemes. Jede Manipulierung des Geldwertes im Gegensatz zum Goldwert führt aber zu einer Loslösung des Goldwertes von seiner ursprünglich gewählten Wertgrundlage und somit zu einer Aufhebung des eigentlichen Sinnes der Goldwährung. Denn was bedeutet ein Maßstab, dessen Anwendung entweder in freies Belieben gestellt wird, oder dessen Größe ich willkürlich verändern kann?

Ein Weiteres muß in diesem Zusammenhang betont werden: Für die Auslösung der Automatik Goldmengenbewegung — Geldmenge — Preis ist es gleichgültig, ob die Bindung der Geldmenge an die Goldmenge (oder ein anderes Metall) auf Gesetz oder auf freier Handhabung beruht. Wesentlich ist lediglich die Tatsache einer Bindung[7]).

Unsere oben gegebene Begriffsbestimmung einer „manipulierten Währung" deckt sich mit der Auffassung von Keynes, der die heutigen Goldwährungen infolge der Ersetzung der Automatik durch währungspolitische Maßnahmen unter die manipulierten Währungen zählt[8]). Manipuliert wird hier zwar nicht das Verhältnis des Goldes zum Gelde, wohl aber das Verhältnis des Goldes zur Ware (und damit auch des Geldes zur Ware), indem nämlich durch Entziehung der Ware Gold vom Markte die Geldwerdung des Goldes unterbunden wird. Dadurch wird das Mengenverhältnis Geld — Ware durch künstliche Beeinflussung des Verhältnisses Goldmenge — Warenmenge reguliert.

Manipulierte Währungen sind demnach alle Währungen, deren Umlaufsmenge nicht von der natürlichen Mengenbewegung eines dritten Gutes abhängig gemacht, sondern bewußt gesteuert wird, sei es selbständig gemäß der inneren oder äußeren Stabilität oder indirekt durch Anlehnung an ein drittes seinerseits von anderen Mächten gesteuertes Gut.

Wir unterscheiden demnach zweierlei Steuerungsarten:

a) die direkte oder freie Steuerung: durch Manipulation der Geldmenge und damit des Geldwertes entsprechend eines innerhalb oder außerhalb der eigenen Wirtschaft befindlichen allgemeinen Wertmaßstabes.
b) die indirekte Manipulation durch automatische Bindung an oder Steuerung gemäß dem Werte eines dritten seinerseits manipulierten Gutes.

Welches sind nun die möglichen Richtlinien oder „Schwellen" einer solchen direkten oder indirekten Währungssteuerung, und wie unterscheidet sich die Schwelle einer manipulierten Währung von der Schwelle einer automatisch funktionierenden Währung?

11) vergl. Deutschland 1926: tatsächliche Bindung an den $, dessen Ankaufs- und Verkaufspreis nicht einmal innerhalb der Goldpunkte schwankte.
12) Vergl. Keynes a. a. O. S. 167 ff.

II. Der Begriff der „Schwelle"

Die Funktion des Preises, den Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage herzustellen, bedeutet nicht nur eine passive Rolle des Preises, sondern der Preis beeinflußt auch seinerseits aktiv die Größen von Angebot und Nachfrage derart, daß der als Ausgleichsgröße von Angebot und Nachfrage zustande gekommene Marktpreis um eine dritte Größe, den sog. natürlichen Preis als Schwelle oszilliert.

Steigt z. B. infolge zunehmenden Bedarfes der Marktpreis einer Ware erheblich über ihren natürlichen Preis, die Gestehungskosten, so wird seine Herstellung besonders lohnend. Diese erhöhte Gewinnaussicht lockt (bei beliebig vermehrbaren Gütern!) neue Produzenten auf den Markt: Das Angebot steigt. Und zwar nimmt die erhöhte Produktion solange zu, bis das erhöhte Angebot den Preis der Ware und damit die Gewinnspanne auf die alte, natürliche Höhe zurückgeschraubt hat. Umgekehrt nimmt bei sinkendem Preise der Ware die Produktion und damit das Angebot ab, weil die am teuersten arbeitenden Hersteller mangels ausreichender Kostendeckung ausfallen. Das verringerte Angebot läßt die Preise wieder steigen, bis die zur Nachfragedeckung notwendige Angebotshöhe wieder erreicht ist.

1. Die Schwelle des Außenpreises einer Währung.

a) Allgemein.

Diesem „natürlichen Preise" als Schwelle der Marktpreisschwankungen einer Ware entspricht beim Außenwert einer Währung das Verhältnis von innerem und äußerem Preisniveau: Die von Cassel sogenannte Kaufkraftparität.

1. Steigt der Kurs einer Währung über die Kaufkraftparität hinaus, so steigt mit dem Außenwert der Währung des Landes A auch der Wert der in dieser Währung ausgedrückten Warenpreise dieses Landes im Verhältnis zum Auslande. Dadurch entsteht die Tendenz einer Ausfuhrsenkung des Landes A. Zugleich sinken mit dem Wert der ausländischen Währung die in ihr ausgedrückten Warenpreise des Auslandes, wodurch die Einfuhr aus dem Auslande nach A angeregt wird. Rückgängige Warenausfuhr und steigende Wareneinfuhr bedeuten aber: steigendes Angebot eigener Währung mit entsprechend gesteigerter Nachfrage nach ausländischer Währung. Beide wirken kurssenkend auf die eigene, kurssteigend auf die ausländische Währung. Und zwar steigt die kurssenkende Mehreinfuhr des Landes A solange, bis durch die Anpassung des Kurswertes an die natürliche Höhenlage der Vorteil ausländischer Mehreinfuhr wieder entfällt.

Entsprechend hat ein sinkender Außenkurs bei gleichbleibendem, innerem Preisniveau die Tendenz einer Ausfuhrsteigerung und Ausfuhrdrosselung. Die hierdurch hervorgerufene Bedarfssteigerung an inländischer Währung wirkt bei gleichzeitig steigendem Angebot an ausländischer Währung auf die Hebung des Kurses auf die alte Höhe hin.

2. Eine Änderungen kann auch primär vom Preisniveau her erfolgen: Steigt z. B. das Preisniveau im Innern des Landes A bei gleichbleibendem Außenkurs, so steigt das Preisniveau im gleichen Ausmaß für In- und Ausländer im Verhältnis zum ausländischen Preisniveau. Die Ausfuhr des Landes A zeigt sinkende, die Einfuhr steigende Tendenz. Infolgedessen steigt die Nachfrage nach ausländischer und sinkt die Nachfrage nach inländischer Währung solange, bis der Währungskurs sich dem veränderten inländischen Preisniveau anpaßte und dadurch der Vorteil zusätzlicher Einfuhr entfällt.

Entsprechend wirken fallende Inlandspreise auf dem Wege über wachsende Ausfuhr und verringerte Einfuhr auf steigende Nachfrage nach inländischer Währung und damit auf Erhöhung des Wechselkurses hin, solange bis der Vorteil zusätzlicher Ausfuhr entfällt, d. h. bis sich der Währungskurs der neuen Preislage anpaßte.

3. endlich: Die unter 1. beschriebene automatische Selbstregulierung einer der Kaufkraftparität widersprechenden Kursveränderung sowie die unter 2. beschriebene Kursangleichung an eine der Kaufkraftparität widersprechende Preisniveau-Änderung erfolgt jedoch nicht nur durch Kursbewegungen, sondern auch auf dem Wege über eine Preisniveau-Beeinflussung. Denn eine Ausfuhrsteigerung und Einfuhrsenkung hat nicht nur die Tendenz, den Außenkurs zu heben, sondern wirkt infolge Verringerung der Konkurrenz auch auf eine Steigerung der Inlandspreise hin, wie umgekehrt eine Ausfuhrsenkung und Einfuhrsteigerung die Tendenz hat, die Inlandspreise herabzudrücken. Besonders deutlich wird diese Tendenz dort, wo durch Währungsmanipulationen bzw. Außenkursbindung der Angleich über Kurs-Veränderungen unterbunden wird. Steigen z. B. die Warenpreise des Landes A im Verhältnis zum Auslande — sei es primär durch Preisniveauerhöhung oder sekundär durch Kurserhöhung des Landes A — so zeigt die Ausfuhr, wie wir sahen, sinkende, die Einfuhr steigende Tendenz. Kann sich nun das hierdurch hervorgerufene größere Angebot der Währung des Landes A auf dem Valutamarkt nicht in einer Kurs-Verschlechterung auswirken, weil der Kurs durch gesetzliche Bindung oder praktische Handhabung künstlich hochgehalten wird, so bleibt nur die Ausgleichstendenz über das Preisniveau: Der Warenstrom aus dem Auslande nach A wird solange andauern, bis die Konkurrenz der billigeren Einfuhrpreise die Inlandspreise auf die dem überhöhten

Außenkurs entsprechend tiefere Preislage niedergedrückt hat. Erst dann entfällt der Anlaß der zusätzlichen Wareneinfuhr.

Entsprechend tendiert eine durch Kursverschlechterung oder Preisniveauerhöhung hervorgerufene Ausfuhrsteigerung und Einfuhrsenkung bei künstlich festgehaltenem zu niedrigem Außenkurs über verstärkte Nachfrage des In- und Auslandes nach heimischen Waren und gleichzeitig verringerte Konkurrenz ausländischer Waren auf die Dauer auf eine Preiserhöhung im Inlande hin, bis die Inlandpreise sich dem zu tiefen Außenkurs angepaßt haben und damit der Anlaß der zusätzlichen Ausfuhr entfällt.

Daraus ergeben sich folgende Schlußfolgerungen:

1. Die Schwelle, um die der jeweilige Marktpreis einer Währung im Austausch mit ausländischen Währungen schwankt, ist die Kaufkraftparität.
2. Entfernt sich der marktmäßige Außenkurs einer Währung wesentlich von der Kaufkraftparität, so löst er durch Veränderung der Handelsbilanz und damit veränderter Angebots- und Nachfragelage sowohl auf dem Valuta- wie auf dem Warenmarkt automatisch Gegenkräfte aus, bis sich der Valutapreis und inneres Preisniveau wieder einander angeglichen haben. Welche der beiden automatisch wirkenden Ausgleichstendenzen größer ist, hängt von der relativen Reagibilität und Bedeutung von Valutamarkt und innerem Warenmarkt ab.
3. Jede Veränderungen des inländischen Preisniveaus hat die Tendenz, über Außenhandel und Valutamarkt eine Anpassung des Außenkurses der Währung an die neue Preislage zu bewirken.
4. Wird der Außenkurs einer Währung auf einer der Kaufkraftparität widersprechenden Höhe künstlich festgehalten, so besteht die Tendenz der Erzwingung des Ausgleichs durch Anpassung des Preisniveaus an die veränderte Kurslage. Zeitdauer und Leichtigkeit der Anpassung hängen von der Bedeutung des Außenhandels für den Binnenmarkt und damit der Auslandspreise für die Binnenpreise ab.
5. Da die Kaufkraftparität die Wertgleichung des inländischen und des Ausländischen Preisniveaus darstellt, so wirkt auch eine ausländische Preisniveau-Veränderung auf den betreffenden Außenkurs der eigenen Währung ein. Wird eine Angleichung des Außenkurses an die veränderte ausländische Preislage durch Festhaltung des Außenkurses unterbunden, so tendiert die ausländische Preisänderung zur Erzwingung der Angleichung über eine Beeinflussung des inländischen Preisniveaus.
6. Umgekehrt tendiert auch ein der Kaufkraftparität widersprechender Außenkurs der eigenen Währung zur Beein-

flussung des ausländischen Preisniveaus.

Für die Währungspolitik ergeben sich hieraus folgende Möglichkeiten bzw. „Zwangsläufe":

a) Veränderbarkeit des Währungskurses, sowohl durch das inländische als auch durch das ausländische Preisniveau.

b) die künstliche Aufrechterhaltung eines Währungskurses wesentlich abseits der Schwelle Kaufkraftparität bedingt die Erzwingung der gegenseitigen Anpassung des in- und ausländischen Preisniveaus.

c) eine Stabilisierung des Außenkurses einer Währung bewirkt gegenseitige Beeinflussung von ausländischen und inländischen Preisniveauschwankungen.

Die hier wie im folgenden dargestellten währungspolitischen Zusammenhänge wurden unter wissentlicher Fortlassung aller hemmenden oder fördernden Einflüsse von außen, also insbesondere aller politischen Eingriffe in den Währungsablauf, herausgearbeitet.

b) Bei der Goldwährung.

Bei der Goldwährung tritt an die Stelle der Kaufkraftparität die Goldparität, d. i. die in Gold ausgedrückte Wertgleichung zweier Währungen. Die allgemeine Preisniveau-Gleichheit wird also durch die gesetzlich oder doch faktisch festgelegte Goldpreis-Gleichheit ersetzt.

1. Sinkt der marktmäßige Außenkurs einer Goldwährung wesentlich unter die Goldparität, so wird es für dieses Land unter Einberechnung der Goldversendungskosten vorteilhafter, seine Einfuhr in dem zum alten, festgelegten Preise erhältlichen Golde zu bezahlen, anstatt mit der eigenen entwerteten Währung nach den Devisen des betr. Ausfuhrlandes nachzufragen. Das bisherige Angebot wird also durch Goldangebot, sei es auf dem Valutamarkt, sei es bei den betr. Zentralbanken ersetzt. Das verringerte Angebot eigener Währung im Auslande wirkt auf eine Steigerung des eigenen Währungskurses hin, bis der durch die Kursverschlechterung verursachte Goldstrom wieder aufhört. Diese unmittelbar über den Weg Gold-Währungskurs sich vollziehende Selbstregulierung einer der Goldparität widersprechenden Kursverschlechterung findet jedoch ihre Grenze in dem dem betreffenden Lande zur Verfügung stehenden Goldvorrat. Außerdem kann auch — gerade in kritischen Fällen — solch ein durch die Kursverschlechterung bedingter, aber regulär die Behebung derselben bewirkender Goldstrom zu einer Erschütterung des Vertrauens führen und somit den Währungskurs noch weiter niederdrücken. Diese weitere Kursverschlechterung bewirkt erhöhten Goldabfluß, der erneutes Mißtrauen hervorrufen kann, . . . bis anderweitig, auf dem Weg über innere Geldverknappung und Preisermäßigung eine Regulierung einsetzt.

Entsprechend umgekehrt: Steigt der Währungskurs eines Landes wesentlich über die Goldparität, so wird es für das Ausland unter Einberechnung der Goldversendungskosten vorteilhafter, ihre Einfuhr aus diesem Lande mit dem zum alten Kurs erhältlichen Golde anstatt mit der überwerteten Währung des Ausfuhrlandes zu bezahlen. Dadurch sinkt die Nachfrage nach dieser überwerteten Währung auf dem Valutamarkt, wodurch deren Kurs wieder sinkt, bis der Vorteil der Goldbezahlung entfällt. Andererseits besteht auch hier — entsprechend oben — die Möglichkeit einer erhöhten Kurssteigerung der bereits überwerteten Währung infolge einer durch den Goldzufluß verursachten Vertrauensstärkung. Ihre Grenze findet diese direkte Kursregulierung in der Bereitwilligkeit des Auslandes, die Einfuhr aus diesem Lande mit Gold zu bezahlen.

2. Wesentlicher, weil unbedingt zuverlässig ist aber bei reinen Goldwährungsländern eine zweite, auf dem Umweg über das innere Preisniveau einsetzende Wirkung: Infolge der mengenmäßigen Bindung des Geldes an das Gold bewirkt der durch eine der Goldparität widersprechende Kursverschlechterung verursachte Goldabfluß eine Geldverknappung und damit Preisniveau-Senkung im Innern des Landes. Diese Preissenkung tendiert zu Ausfuhrsteigerung und Einfuhrrückgang und damit Bedarfserhöhung der unterwerteten Währung. Die dadurch verursachte, den Währungskurs wieder nach oben treibende zusätzliche Nachfrage dauert an, bis durch die Kurserhöhung der preisniveausinkende Goldabfluß aufhört, d. i. bis der Währungskurs wieder der Goldparität entspricht.

Entsprechend umgekehrt: Eine Kurserhöhung über die Goldparität tendiert zur Auslösung eines Goldstromes. Der erhöhte Goldbestand bedingt Geldvermehrung und wirkt somit auf eine Preiserhöhung im Innern des Landes hin. Die dadurch verursachte Tendenz eines Ausfuhrrückganges und einer Einfuhrsteigerung führt zu erhöhtem Angebot dieser Währung auf dem Valutenmarkt und damit Kursdruck, bis auch hier der preissteigende Goldzustrom durch Wiederanpassung des Kurses an die Goldparität gestoppt wird.

Voraussetzung für diese Selbstregulierung ist jedoch die strenge Bindung der Geldmenge an die Goldmengenbewegung. Der Ausgleich erfolgt auch hier wie bei der freien Währung auf dem Umweg über eine innere Preisniveau-Veränderung, und zwar unabhängig von der absoluten Höhe des Goldbestandes, des betreffenden Landes. Sie stellt keine Vereinfachung der Automatik der sog. freien Währung dar. Im Gegenteil: Die von der absoluten Höhe des Goldbestandes unabhängige Selbstregulierung wird erst ausgelöst durch die mengenmäßige Gold-Geld-Bindung.

3. Liegt die Goldparität, d. i. der gesetzlich oder faktisch festgelegte Goldkurs einer Währung unter der der Kaufkraftparität

entsprechenden Höhe, so wird es für das Ausland vorteilhaft, durch Umtausch seiner Währung in Gold die in Gold unterbewertete Währung zu kaufen und mit dieser billig erstandenen Währung in deren Land zu unverändertem Preisniveau Waren einzukaufen. Eine doppelte Wirkung tritt ein: erhöhte Warennachfrage auf dem Binnenmarkt einerseits, andererseits erhöhte Nachfrage auf dem Valutamarkt. Entweder muß nun durch Festlegung der Goldparität auf der neuen, der veränderten Kaufkraftparität entsprechenden Höhe die Anpassung der Goldparität und die Kaufkraftparität erfolgen, oder der Warenstrom aus dem Lande der unterbewerteten Währung hält solange an, bis er das Preisniveau dieses Landes in die der Goldparität entsprechende Höhe treibt und somit die Angleichung erreicht.

Liegt hingegen die Goldparität über der Kaufkraftparität, so verteuern sich bei gleichbleibendem Preisniveau die Waren vom Auslande gesehen. Die Ausfuhr zeigt sinkende Tendenz, wodurch die Nachfrage nach dieser überwerteten Währung zurückgeht, während gleichzeitig ihr hoher Goldwert zu einem Umtausch in Gold zwecks Einkauf im Auslande lockt. Auch hier eine doppelte Tendenz: einerseits Einfuhrsteigerung und Ausfuhrrückgang, andererseits Goldabfluß und Nachfragerückgang auf dem Valutamarkt. Erfolgt hier nicht der Angleich durch Devalvation des Goldkurses, so dauert der Güterstrom aus dem Auslande solange an, bis er die Inlandspreise auf den der Goldparität entsprechenden niederen Stand herabdrückte und auf diese Weise die Anpassung der Kaufkraftparität an die Goldparität erzwang.

Verstärkt wird diese Tendenz bei Einhaltung der mengenmäßigen Geld-Goldbindung, d. h. wenn also obiger Goldstrom oder -Abfluß durch Zahlungsmittelverknappung oder Zahlungsmittelvermehrung einen Angleich des Preisniveaus und damit der Kaufkraftparität an die Goldparität automatisch erzwingt. Es war das Fehlen dieser automatischen Gold-Geldmengenbewegung, welches im September die Loslösung des £ vom alten Goldkurs herbeiführte. Denn *es gehört zum Wesen der reinen Goldwährung, daß die Anpassung der Goldparität an die Kaufkraftparität stets durch passive Veränderung der Kaufkraftparität unter Aufrechterhaltung der alten Goldparität*, nie aber umgekehrt, erfolgt.

Hieraus ergibt sich:

1. Infolge der strengen Bindung der Geldmenge an die Goldmengenbewegung tritt die *Goldparität* an Stelle der *Kaufkraftparität*. Diese automatisch wirkende, selbstregulierende Kraft setzt wie bei der freien Währung auf dem Umweg über Beeinflussung des inneren Preisniveaus ein.
2. Fehlt diese strenge mengenmäßige Gold-Geldbindung wie bei der sog. manipulierten Goldwährung, so *beschränkt*

sich der Selbstausgleich von Außenkursschwankungen auf den Wirkungsbereich des der betreffenden Währung zur Verfügung stehenden Goldvorrates. Für Normalfälle mag derselbe im allgemeinen ausreichen — in kritischen Fällen hat er bisher meist versagt, wenn nicht die unter 1 beschriebene Automatik über das Preisniveau eintrat.

3. Infolge des internationalen Charakters des Goldes bedeutet „Goldwährung" meist: Festlegung des Außenwertes einer Währung.

Somit wird das inländische Warenpreisniveau zur abhängigen Variante der Goldparität.

2. Die Schwelle des Innenwertes einer Währung.

a) bei der sogenannten „freien" Währung.

Bei der sogenannten freien Währung besteht keinerlei Bindung des inneren Währungsangebotes, d. h. also der von der Zentralnotenbank eines Landes im Umlauf gesetzten Goldmenge an die Mengenbewegung irgend eines dritten Gutes. Hier wird vielmehr das innere Geldangebot selbständig von der Währungspolitik der Zentralnotenbank bestimmt. Hinzu kommt, daß irgendwelche beachtlichen, die Notenmenge beeinflussenden und damit selbstregulierenden Selbstkosten nicht bestehen. Hierin unterscheidet sich die freie Währung von anderen wirtschaftlichen Gütern. Der natürliche Preis der Geldeinheit sinkt auf ein Minimum herab und scheidet somit als Schwelle des Innenwertes aus.

Bei einer freien Währung entfallen also sowohl die eigenen Herstellungskosten als auch die Mengenbewegungen eines dritten Gutes als mögliche, selbstregulierende Schwelle. Innenschwelle bildet hier vielmehr die Notenausgabe-Politik der betr. Zentralnotenbank.

Durch dieses Fehlen einer natürlichen Größe als Schwelle des Innenwertes einer freien Währung setzt bei Binnenwertsschwankungen keinerlei automatische Selbstregulierung der umlaufenden Geldmenge ein.

Im Gegenteil: Da die Höhe der Deckung des Geldbedarfes nicht allein von der gedrückten Notenmenge, sondern auch von ihrer Umlaufsgeschwindigkeit sowie von der Menge des Giral-Geldes abhängt, so besteht im Zweifelsfalle eine sich selbst steigernde Tendenz einer Preisniveau-Änderung, sobald dieselbe ein gewisses Minimum überschreitet.

Denn wenn auch im allgemeinen im Anfang eine Vermehrung der Geldmenge durch Kreditausweitung bzw. Kreditverbilli-

gung eine Vergrößerung der Kassenbestände und Guthaben und damit eine Verringerung der relativen Umlaufsgeschwindigkeit bewirkt[1]), also die preiserhöhende Tendenz einer Geldvermehrung abschwächen kann, so führt im Zweifel eine größere Vermehrung der umlaufenden Zahlungsmittel in dem Augenblick zu einer erhöhten Umlaufsgeschwindigkeit und also zu einer gesteigerten Preiserhöhung, indem das Vertrauen in die Währung erschüttert wird. Diese weitere Preiserhöhung führt zu einer weiteren Vertrauenserschütterung und so fort.

Umgekehrt bewirkt im allgemeinen eine leichte Geldverknappung durch Kreditverteuerung bzw. Krediteinschränkung eine Verringerung des Kassenbestandes und erhöhten bargeldlosen Zahlungsverkehr, also gesteigerte Umlaufsgeschwindigkeit, die der preissenkenden Tendenz einer Geldverknappung entgegenwirkt. Später jedoch entspricht der preissteigernden Tendenz einer Vertrauenserschütterung bei größerer Geldvermehrung eine preissenkende Tendenz infolge der Erwartung weiteren Preisfalles bei fortgesetzter Geldverknappung. Mit anderen Worten: Die Erwartung eines um so vorteilhafteren Warenerwerbes, je später er getätigt wird, d. i. die Spekulation auf weitere Preissenkung wirkt auf eine Verlangsamung der Umlaufsgeschwindigkeit und damit auf eine über das Ausmaß der Geldverknappung hinausgehende Preissenkung hin[2]).

Wir haben also bei freier Währung in späteren Stadien innerer Geldwertschwankungen nach oben wie nach unten nicht nur keine Selbstauslösung regulierender Gegenkräfte, sondern im Gegenteil die Auslösung einer sich selbst steigernden Tendenz dieser Geldwertschwankungen. Nur in den Anfängen kleiner Geldwertschwankungen werden automatische Gegenkräfte frei.

Für eine freie Währung ergeben sich somit:

1. Abhängigkeit des inneren Preisniveaus mangels einer natürlichen Schwelle von der Währungspolitik der Zentralnotenbank.

---

1) Ebenso Hans Neisser, Tauschwert des Geldes 1928, S. 18.

2) So kam es z. B., daß während der späteren Epoche der Deutschen Inflation der Goldwert der umlaufenden Geldmenge immer weiter zurückging, bis er schließlich im Oktober/November 1923 nur noch 1/6 des Geldwertes des Notenumlaufs von 1913 betrug. D. h. die Preissteigerung bzw. Geldentwertung betrug das sechsfache der der Notenvermehrung entsprechenden Größe. Ähnlich in Italien, Rußland, auch England, Frankreich in den Nachkriegsjahren, während infolge der staatlichen Höchstpreispolitik während des Krieges in den meisten Ländern die Preiserhöhung hinter der Notenvermehrung zurückblieb.

3) So sank das Preisniveau in den meisten Ländern in den Deflationsjahren 1930—32 weit stärker als dem Rückgang ihres Notenumlaufes entsprach.

2. Abhängigkeit auch des Außenwertes von der inneren Währungspolitik des eigenen Landes infolge der Abhängigkeit des Außenwertes vom Verhältnis des inneren und äußeren Preisniveaus.
3. Fehlen jeglicher Auslösung selbstregulierender Gegenkräfte zum Ausgleich innerer Geldwertschwankungen mit Ausnahme kleiner Geldwertschwankungen.

b) bei der Goldwährung.

Den natürlichen Preis des Goldes, und damit die Schwelle des Innenwertes einer Goldwährung, bilden, so wie beim natürlichen Preis aller Waren, die Selbstkosten der Golderzeugung. Daraus ergibt sich eine Abhängigkeit des inneren Preisniveaus von den Produktionskosten des Goldes.

Diese Selbstkosten der Golderzeugung sind freilich in gewissem Grade auch wieder vom inneren Preisniveau abhängig. Dadurch kann sich mitunter eine kleinere Geldentwertung oder Geldwertsteigerung durch Beeinflussung der Produktionskosten des Goldes wieder ausgleichen. Denn eine Preissenkung, z. B. infolge von Goldverknappung hat die Tendenz, die Rentabilität der Golderzeugung zu steigern, damit die Goldgewinnung zu erhöhen und somit der preissenkenden Goldverknappung entgegen zu wirken. Ebenso kann umgekehrt eine Preissteigerung durch Goldvermehrung auf dem Weg über verringerte Rentabilität der Golderzeugung und somit gesunkene Golderzeugung die Gegenwirkung einer preissenkenden Gold- und damit Geldverknappung hervorrufen. Diese selbstregulierenden Kräfte sind jedoch nicht zu überschätzen, da die absolute Größe der Neuproduktion nur eine geringe Rolle spielt, nämlich nur 2—3 Prozent des gesamten Goldvorrates ausmacht[4]). Dadurch fällt eine Veränderung der Rentabilität der Golderzeugung infolge allgemeiner Preisniveauschwankungen praktisch nur bei sehr großen Preisveränderungen ins Gewicht.

4) vergl. u. S. 72.

III. Das Spannungsproblem zwischen Innenwert und Außenwert einer Währung.

1. Die Ursache solcher Spannungsmöglichkeiten.

Weder der Innen- noch der Außenwert einer Währung wird allein von der Währungspolitik der Zentralnotenbank eines Landes bestimmt, sondern beide Werte ergeben sich aus dem Zusammenspiel und Widerstreit der verschiedensten Preisbildungsfaktoren. Man braucht noch lange kein Anhänger der durch die Erfahrungen der Nachkriegszeit reichlich widerlegten Bankingtheorie zu sein, die eine Selbstregulierung der umlaufenden Geldmenge entsprechend dem Bedarfe der Wirtschaft annimmt und dabei übersieht, daß die Größe dieser Nachfrage weitgehend von der Zinshöhe der Zentralnotenbank abhängig ist, um die verschiedensten hemmenden und fördernden Einflüsse anderer Faktoren auf die Wirkungen der Währungspolitik anzuerkennen.

Es ist hier nicht der Platz, des Näheren auf den Prozeß der Bildung des Innenwertes und des Außenwertes einer Währung einzugehen. Ein solches Verfahren würde den Rahmen dieser Arbeit bei weitem sprengen. Jedoch sind einige grundsätzliche Feststellungen notwendig.

Die verschiedenen, den Innen- und Außenwert einer Währung beeinflussenden Kräfte lassen sich in vier Hauptgruppen einteilen:

a) Faktoren, die mittelbar oder unmittelbar dem Einfluß der Währungspolitik der Zentralnotenbank unterliegen, also in erster Linie die Währungspolitik der Zentralnotenbank selbst, sowie die Kreditpolitik der Mitgliedsbanken[1]) nach Umfang wie nach ihrer Liquidität. Desgleichen Umfang und Liquidität der durch Bankenvermittlung aufgenommenen Auslandsanleihen.

b) Faktoren, die in den Machtbereich sonstiger staatlicher Tätigkeit fallen, wie die: öffentliche Haushalts- und Steuerpolitik sowie die öffentliche Sozialpolitik, die beide zusammen einerseits den Kostenfaktor „öffentliche Lasten", andererseits die Höhe staatlicher Kreditnachfrage bestimmen und damit in doppelter Hinsicht das Preisniveau beeinflussen können. Ferner sind zu nennen die Zollpolitik, die auf die Preise der Einfuhrwaren einwirkt, sowie endlich die Möglichkeit einer Devisenzwangswirtschaft und eine Einfuhrsperre für Auslandskredite.

1) d. h. die Kreditbanken. S. Keynes „Vom Gelde" 1932.

c) Faktoren, die sich aus der eigenen Volkswirtschaft ergeben, wie die durch die konjunkturelle und strukturelle Lage der Wirtschaft bedingte Intensität und Dringlichkeit der Kreditnachfrage; die Entwicklung der Außenhandelsbilanz, soweit sie nicht durch die Zollpolitik geregelt wird; endlich Preisbindungen auf der Warenseite durch Kartelle, Monopole, Gewerkschaften und sonstigen Interessenverbände. Nur in Ausnahmefällen und nur mit bedingter Wirkung kann der Staat hier machtpolitisch eingreifen.

d) Endlich Faktoren, die der Einflußsphäre der heimischen Wirtschafts- und Währungspolitik so gut wie ganz entzogen sind, also vor allem: Angebot oder Kündigung ausländischer Anleihen, das Saldo der bereits getätigten Kapitalverpflichtungen an das Ausland, in normalen Zeiten auch das Saldo der neu getätigten Kapitalverflechtungen, sowie das ausländische Preisniveau.

Bei außenwertgebundenen Währungen tritt hinzu die Möglichkeit einer Manipulation der internationalen, bzw. ausländischen Wertgrundlage der Währung durch das Ausland.

Die Reihenfolge der Gruppierung gibt den Grad der Beeinflussungsmöglichkeit durch die staatliche Währungspolitik (bzw. Wirtschafts- und Steuerpolitik) an. Die letzte Gruppe: ausländische Faktoren, werden für eine Währung in dem Ausmaße zu einer Gefahr, indem diese Faktoren als Mittel ausländischer Politik benutzt werden. Diese Gefahr steigert sich zur Möglichkeit der Erschütterung der gesamten Währung, wenn die Wertgrundlage der Währung selbst der Möglichkeit ausländischer politischer Manipulationen unterliegt; eine Gefahr, die die englische Währung ähnlich der deutschen und österreichischen Währung dauernd bedrohte bzw. noch immer bedroht, und der sich England schließlich durch Loslösung von der Wertgrundlage des Goldes entzog.

Die hemmenden und fördernden Einflußmöglichkeiten aller dieser Preisbildungsfaktoren, deren wichtigste in normalen Zeiten das Ausmaß der inneren und äußeren Kreditpolitik ist[2]), muß die Währungspolitik stets in ihre Rechnung einsetzen. Daneben haben in der jüngsten Entwicklung alle Preisbindungen von der Güterseite her, worunter auch die Lohnbindungen fallen, eine bisher nie gekannte Rolle erlangt. Sie sind es hauptsächlich, die in England der Preissenkung der Deflationsversuche der Regierung eine Grenze setzten und somit die geplante Deflation in eine bloße Stagnation umbogen[3]). Ihre Wirkungsmöglichkeit beruht auf dem Umstande, daß

2) so behandelt Cassel in seiner Preisbildungslehre hauptsächlich die Bankentätigkeit.

3) Siehe unten S. 80 ff.

eine allgemeine Preissenkung nur möglich ist, wenn eine Preissenkung der Fertigwaren auf die Preise der Urproduktionsfaktoren zurückwirken kann. Aber gerade hier sind die Preisbindungs-Kräfte am stärksten ausgeprägt: Kartelle und Monopole für Rohstoffe und Halbwaren, Gewerkschaften für Löhne, usw. Wird jedoch die Fortpflanzung einer von der Fertigwarenseite ausgehenden Preissenkung in eine Preissenkung auch der Urproduktionsfaktoren durch irgendwelche Kräfte ge- oder verhindert, so kann sich auch die teilweise Preissenkung nicht halten, sofern nicht eine Lahmlegung aller mit verhältnismäßig geringer Gewinnspanne arbeitenden Unternehmungen (und das ist doch ihre große Mehrzahl) erfolgen soll. Diese Preisbindungspolitik wirtschaftlicher Interessenverbände trägt nicht allein einen großen Teil Mitschuld am Währungssturz des £ am 19. 9. 1931, sondern darüber hinaus bildet ihre Machterweiterung ganz allgemein eines der Hauptunterscheidungsmerkmale der heutigen Währungspolitik gegenüber der Währungspolitik der Vorkriegszeit[4]).

Eine weitere Schwierigkeit erwächst für die Währungspolitik der Zentralnotenbank eines Landes aus dem Umstand, daß ein und dieselbe währungspolitische Maßnahme entgegengesetzte Wirkungen auf die verschiedensten zu berücksichtigenden Preisbildungsfaktoren haben kann, die sich dann gegenseitig durchkreuzen, wenn nicht aufheben können. So kann z. B. eine zwecks Aufrechterhaltung der alten Preishöhe vorgenommene Diskonterhöhung einen Anreiz zu erhöhter Kreditaufnahme im Auslande bilden und auf diese Weise die zu verhindernde Preiserhöhung doch bewirken. Ebenso kann umgekehrt eine zwecks Konjunkturanregung vorgenommene Diskontsenkung ein Ausströmen des Kredites nach dem Auslande hervorrufen und damit sich selbst illusorisch machen[5]). Mit solchen Problemen hatte die deutsche Reichsbankpolitik besonders 1926 zu kämpfen, als das Ausland, im Vertrauen auf die anscheinend günstige deutsche wirtschaftliche Entwicklung bereit war, den durch die äußerst starke Nachfrage bedingten hohen Zinsfuß in Deutschland auszunutzen und ausländische Gelder in erhöhtem Maße nach Deutschland zu legen[6]). Solche Probleme aus der Doppelwirkung einer Zinsfußänderung nach innen und nach außen werden doppelt erschwert, wenn ihre natürliche Einrenkung durch eine Einwirkung auf die Wechselkurse ängstlich vermieden wird. So hat trotz aller Schwierigkeiten die deutsche Währungspolitik seit der Stabilisierung auf die 100%ige Aufrechterhaltung der Dollarparität geachtet[7]).

Ferner kann eine zwecks Anregung zu erhöhter Spar-Tätigkeit

4) Tismer, Grenzen der Diskontpolitik. S. 27 ff.
5) Schacht, Eigene oder geborgte Währung. S. 28.
6) Keynes, Vom Gelde 1931, S. 543.
7) S. Ullmann: Die Stellung der deutschen Reichsbank vor und nach dem Kriege, insb. S. 91 ff, 95 ff. So auch Schacht, Wagemann usw.

bzw. zwecks Anziehung aller freien Geldreserven aus dem Inland oder dem Ausland vorgenommene Diskonterhöhung von der Wirtschaft als Warnungssignal aufgefaßt werden und infolge einer Vertrauenserschütterung in ihr Gegenteil umschlagen[8]), wie umgekehrt auch ein stark ausgeprägter Wirtschaftsoptimismus alle wirklichen Warnungssignale der Zentralnotenbank überhören kann. Und andere Fälle mehr.

Aus alledem ergeben sich gewollte oder ungewollte Spannungsmöglichkeiten zwischen den verschiedenen Preisbildungskräften, Preisspannen, die größtenteils das Auf und Ab der Wirtschaftskonjunkturen mit verursachen, Preisspannen, die soziale Härten bedingen können und das Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung wesentlich beeinflussen.

Zu einem eigentlichen Währungsproblem, ja, einer Gefahr für die Währung werden solche Preisspannen jedoch erst in dem Augenblick, da sie den Zusammenhang zwischen Innenwert und Außenwert gefährden, also Innenwert und Außenwert auseinander zu reißen drohen, und damit bei längerer Dauer dieser Spannung einen zwangsweisen Wiederangleich der beiden Werte notwendig machen.

2. Das Spannungsproblem bei indirekt manipulierten Währungen.

Die Verbindung von Außenwert und Innenwert einer Währung erfolgt nach dem Verhältnis ihrer beiderseitigen Kaufkraft im In- und Auslande und zwar derart, daß bei einer Festlegung des einen Wertes sich der andere Wert dem festgelegten zwangsweise angleichen muß. Wir sprechen daher von dem „Gesetz" der Kaufkraftparität.

Was aber geschieht, wenn diese gegenseitige Angleichung durch irgendwelche Kräfte gestört oder gar unterbunden wird, wenn also eine Spannung zwischen Innen- und Außenwert eintritt? Wir unterscheiden 2 Gruppen solcher Spannungsmöglichkeiten:

a) Wenn der Angleich des ungebundenen bzw. nicht manipulierten Wertes an den gebundenen bzw. manipulierten Wert durch dritte Kräfte gestört wird,
b) wenn die Manipulation der beiden Werte sich widerspricht.

Letzterer Fall tritt besonders dann ein, wenn die Zentralnotenbank eines Landes nicht gewillt ist, der Stabilität des einen Wertes die Stabilität des anderen Wertes zu opfern. In den

8) So der schwarze Freitag im Frühjahr 1929: Die Panik infolge der Restriktionspolitik führte zu erhöhter Inanspruchnahme der Banken und damit zu einer Anspannung anstelle einer Lockerung ihrer Liquidität.

VStA. führte dieser Wunsch in den Nachkriegsjahren zu einer Aufspeicherung des Goldes, also einer Manipulation des Goldwertes. England, das nicht in der Lage war, selbstherrlich den Wert des Goldes zu manipulieren, unterließ aus den gleichen Gründen die durch die Außenkursstabilisierung auf der alten Höhe erforderliche Deflationspolitik, eine Unterlassung, die es mit dem 19. September bezahlte. Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, daß der ganze lange MacMillan-Report, unbeschadet seiner statistischen Verdienste den vergeblichen Versuch macht, dieses Problem zu umgehen. Denn mitunter drückt er deutlich aus, daß die von ihm immer wieder geforderte Beibehaltung des Goldstandards eine innere Deflationspolitik erfordere, um sogleich wieder die konjunkturelle und sozialpolitische Unmöglichkeit einer solchen Deflation zu betonen.

Lag so einerseits die konsequente Durchführung einer inneren Deflationspolitik und damit der Angleich des Innenwertes des £ an seinen Goldkurs nicht im Willen der englischen Währungspolitik, so lag sie aber vor allem auch nicht in ihrer Macht, solange der Staat sich nicht zur Brechung der Preisbindungen durch die Trade Unions, die Kartelle und Monopole, sowie zu energischer Senkung der Steuern und anderen Lasten entschließen konnte. Wir hatten es also in England mit einem Zusammenwirken beider Arten von Spannungen zwischen Innen- und Außenwert zu tun.

Schwierigkeiten für die Währungspolitik erwachsen aus solchen Spannungen naturgemäß vor allem dann, wenn die Stabilisierung des einen Wertes eine spürbare Unstabilität des anderen Wertes bedingt, wenn also Interessenkonflikte zwischen innerer und äußerer Stabilität entstehen. Denn stabilisiert kann ja immer nur der eine Wert, und immer nur auf Kosten des anderen werden. Das verhältnismäßig konfliktlose Funktionieren der Vorkriegsgoldwährungen ist in erster Linie dem mehr oder minder zufälligen Umstande zu verdanken, daß die Stabilisierung des Außenwertes Geld-Gold zugleich eine annähernde Stabilität des Innenwertes Geld-Ware mit sich brachte[9]). Neben dem Beunruhigungsgrund übergroßer, internationaler Verschuldung sind die Währungsprobleme der letzten Jahre hauptsächlich durch den unstabilen Warenwert des Goldes verursacht worden[10]), d. h. also dadurch, daß die Außenstabilität Geld-Gold durch zuerst beträchtliches Steigen, nunmehr noch viel verhängnisvolleres Fallen der inneren Preise erkauft werden mußte.

Bedingt so die gegenseitige Abhängigkeit von Innenwert und Außenwert einer Währung eine ebensolche gegenseitige Abhängigkeit der inneren und äußeren Währungspolitik, so wird diese Abhängigkeit naturgemäß dann zu einer Gefahr, wenn der eine dieser Werte durch außerhalb der eigenen Wirtschaft liegende Kräfte

9) So auch Keynes: A Tract on Monetary Reform S. 154.
10) Keynes daselbst S. 155 a S. 158.

gebunden oder gar bestimmt wird, und damit den anderen zwangsweise nach sich zieht. Doppelt verhängnisvoll kann diese Abhängigkeit dann werden, wenn diese fremden Bestimmungskräfte durch politische Maßnahmen feindlicher Staaten bestimmt werden. Hier haben wir eine 100%ige Verwirklichung des Falles: außerhalb des Herrschaftsbereiches der Zentralnotenbankpolitik des eigenen Landes liegende Preisbildungskräfte.

Dieser Fall, nämlich Spannungskonflikte bei indirekt manipulierten Währungen ist es, der uns in vorliegender Arbeit beschäftigt. Die Spannungskonflikte bei indirekt manipulierten Währungen unterscheiden sich von Spannungskonflikten bei allen anderen Währungssystemen dadurch, daß bei jeder anderen Währung die Spannungsursachen doch irgendwie wenigstens teilweise in den Machtbereich der eigenen Währungspolitik fallen, und wenn nicht beseitigt, so doch gemildert werden können.

Das bedeutet, daß die Lösung einer Spannung vom Innenwert und Außenwert bei indirekt manipulierten Währungen nur durch entsprechende Beugung wiederstrebender, innerer Preisbildungsfaktoren erfolgen kann.

Liegt diese Anpassung der inneren Preisbildungskräfte nicht im Willen oder in der Macht der betreffenden Währungspolitik, so bleibt nur die Möglichkeit einer Aufgabe des bisherigen Außenkurses, eine Folgerung, wie sie England nach 6 jahrelangem vergeblichen Bemühen um Umgehung des Konfliktes dennoch ziehen mußte. Denn England konnte 1925—1931 im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten die durch die Goldverteuerung bedingte innere Deflation nicht durch Manipulation der ihm zur Verfügung stehenden Goldmenge umgehen, da dieselbe an Bedeutung weit hinter dem Goldbesitz von Frankreich und den Vereinigten Staaten zurückblieb. Mit anderen Worten: England besaß gleich Deutschland eine indirekt manipulierte Währung. Die Manipulation seines Außenwertes war zum größten Teil seinen Händen entglitten und in die Verfügungsgewalt der internationalen Goldhorte gelangt.

IV. Das Kernproblem einer indirekt manipulierten Währung

1. Tatbestand und Fragestellung.

Unter indirekt manipulierter Währung verstehen wir eine Währung, deren Wertschwelle durch außerhalb des Machtbereiches der eigenen Währungspolitik liegende Preisbildungskräfte gesteuert wird, also insbesondere von der Machtpolitik fremder Staaten abhängige Währungen. In der Praxis stellt eine indirekt manipulierte Währung meist eine vom Außenwert her gesteuerte Währung dar. Dabei ist es für unseren Begriff völlig gleichgültig, ob diese von Fremdkräften geregelte Außenwertschwelle sich durch automatische Bindung oder nur durch praktische Handhabung durchsetzt. Wesentlich ist nur die Abhängigkeit des Außenwertes und damit auch des Innenwertes von Fremdkräften.

Heutige Haupttypen solcher indirekt manipulierter Währungen sind:

a) Bindung des Außenwertes an, oder Regelung gemäß dem Werte des *international geregelten Goldes*. (Heutige Goldwährungen.)

b) Bindung des Außenwertes an, oder Regelung gemäß dem Werte *einer fremden Währung*. (Die sog. Partner- oder Vasallenwährung.)

c) Einen Zwischentyp stellen die heutigen *Golddevisenwährungen* dar, die sowohl zur Deckung des Notenumlaufes als auch zur Wertorientierung der eigenen Währung Devisen fremder Goldwährungsländer machen, meist neben dem Golde und damit die gegenseitige Schicksalsverbundenheit der einzelnen Goldwährungen noch erhöhen[1]).

Charakteristisch für jegliche Art indirekt manipulierter Währung, also sowohl für die heutige international manipulierte deutsche Goldwährung, als auch für den von englischer Seite angeregten Anschluß Deutschlands an den von England manipulierten Sterling-Club, ist die Abhängig des Außenwertes und damit auch der Innenwertsschwankungen von Fremdkräften. Ihre hauptsächlichsten Konfliktsmöglichkeiten entstehen aus der Umsetzung von Außenwertsveränderungen und entsprechende Innenwertsschwankungen, mit allen sich daraus ergebenden Spannungskonflikten.

Daraus ergibt sich für unseren Fall, nämlich die Frage einer *Loslösung Deutschlands vom Goldstandard*

1) Busse, Dr., Hans: Golddevisenwährung 1932 S. 118 sowie Keynes, Tract on Monetary Reform, S. 176.

unter gleichzeitigem Anschluß an den Sterling-Club die äußerst wichtige Feststellung, daß die Prundprobleme ihrer Art nach die gleichen bleiben. In beiden Fällen haben wir es mit einer von Fremdkräften, also vom Auslande her regulierten Währung zu tun, mit nur dem einen Unterschied, daß die Abhängigkeit der Deutschen Währungspolitik vom international manipulierten Golde gegen eine Abhängigkeit von der englischen Währungspolitik eingetauscht wird.

Grundsätzlich entstehen also keine neuen Probleme. Die Beantwortung unserer Frage wird zu einer Tatsachenfrage, abhängig:

a) einmal von der geschichtlichen Entwicklung und voraussichtlichen zukünftigen Lage der englischen Währungspolitik,

b) zum andern von den deutschen inneren Preisbildungsverhältnissen,

c) sowie von den Handels-, Kredit- und Außenpolitischen Beziehungen Deutschlands zum Ausland und zu England,

d) Die letztere Entscheidung unserer Frage wird aber davon abhängen, ob Deutschland nicht ebenso wie England zu einer eigen-manipulierten Währung übergehen und damit die ganzen aus einer Fremdregulierung sich ergebenden Konflikte überspringen soll und kann.

Liegt das Hauptproblem einer indirekt manipulierten Währung in den Spannungskonflikten, die sich aus der Notwendigkeit einer Angleichung der inneren Preisbildungskräfte an den durch Fremdkräfte bestimmten Außenkurs ergeben, so lautet naturgemäß die Vorfrage: Ist eine solche Orientierung der gesamten Währungspolitik am Außenwert notwendig oder gar erwünscht?

Diese, man sollte meinen, doch so naheliegende Frage nach Notwendigkeit und Vorteil der Außenwertorientierung einer Währung im Gegensatz zu einer Innenwertstabilisierung ist m. E. noch nirgends grundsätzlich und ausführlich erörtert worden. Auch der erneute hoffnungsfreudige Anlauf, den Keynes in seinem Werke „vom Gelde" zur Aufrollung dieser Frage nimmt[2]), ist ebenso wenig wie seine frühere Erörterung in "A Tract on Monetary Reform" [3]) als

2) Keynes, Vom Gelde 1932 Übersetzung S. 564.

3) Keynes, Tract on Monetary Reform 1923 S. 154 ff.
So laufen die Bestrebungen Englands um Bildung des sog. Sterling-Clubs wie auch seine Bemühungen um Eingliederung Deutschlands in diese Währungsgemeinschaft letztenendes auf Bildung einer neuen internationalen Währungsgrundlage hinaus, d. h. um einer Ersetzung des seit dem Kriege von Amerika und Frankreich manipulierten internationalen Goldwährungssystems durch ein von England her geregeltes £-Währungssystem. Vergl. insbes. Hobson und Salter S. 3.

systematische Behandlung zu werten. Hier wie dort dringt er nicht von der Tatsachenfrage zum Grundsätzlichen vor. Wenn er 1923 in seinem Tractat als Gegner der Goldwährung auftritt, so wendet er sich mehr gegen ihren Charakter als international-manipulierte denn als außenwert-orientierte Währung. Für uns hingehen handelt es sich nicht so sehr um die mehr technische Frage der Stabilisierung in Form einer gebundenen oder manipulierten Währung als um die inhaltliche Frage der Wahl der Währungsgrundlage, d. h. der Wert-Richtung selbst. Keynes betrachtet als stichhaltigstes Argument für die Goldwährung die Tatsache ihrer verhältnismäßig leichten Handhabung, weshalb er auch das Hauptgewicht seiner Abhandlung auf die Entwicklung praktischer Möglichkeiten der Durchführung einer Innenwertstabilisierung legt und weniger auf die Gegenüberstellung der Vor- und Nachteile einer Außenwert- bzw. Innenwertstabilisierung. So nur ist es zu verstehen, daß Keynes sich 8 Jahre später in seinem Buche vom Gelde aus währungspolitischen Gründen zugunsten des damaligen Status quo einer internationalen Goldwährung entscheidet.

Fehlt selbst bei Keynes und anderen Goldwährungsgegnern der für einen Engländer sehr verständliche Wunsch nach internationalen Währungsvereinbarungen, wenn nicht -Bindungen nicht, so tritt er insbesondere bei deutschen Währungsprojekten meist sehr stark hervor, so daß es scheint, als ob noch immer die stillschweigende Überzeugung von den Vorteilen einer international-gebundenen oder orientierten Währung so groß ist, daß die grundsätzliche Bedeutung der dadurch bedingten Abhängigkeit nicht nur der eigenen Währungspolitik im engeren Sinne, sondern der Gesamtheit aller inneren Preisbildungsfaktoren gar nicht anerkannt wird.

Eine grundsätzliche Behandlung dieser Frage dürfte damit gerechtfertigt sein.

2. Die volkswirtschaftliche Bedeutung einer Innenwertstabilisierung.

a) Wandel in Wesen und Aufgaben einer Währung.

Dem Wandel der Erfordernisse, die sich aus der Verkehrsmittelfunktion des Geldes ergeben, entspricht der Wandel in Wesen und Charakter einer Währung. Wie alle wirtschaftlichen Erscheinungen ist auch die Währung zeitlich und räumlich bedingt. Ihre Aufgaben wachsen und vergehen mit dem Wandel der Wirtschaftseinheit, der sie als Verkehrsmittel dient. Darum kann es nie das Ideal der Währung geben, sondern immer nur mehr oder weniger glückliche Sonderlösungen der sich aus dem Waren-, Besitz- und Kreditverkehr einer Wirtschaft ergebenden Erfordernisse[4]).

4) Wagemann: Was ist Geld? S. 17 ff.

Man pflegt im allgemeinen die Verkehrsmittelfunktion des Geldes in a) die Zahlungsmittel-, b) die Wertmaßstab- d. i. Rechnungseinheit-, c) die Wertaufbewahrungsmittel- und schließlich d) die Kreditmittelfunktion unterzustellen. Eine Untersuchung der aus diesen Einzelfunktionen erwachsenden Forderungen an ein Währungssystem zeigt, daß aus der ersten Funktion die Forderung einer möglichsten Raumerweiterung des Geltungsbereiches einer Währung entsteht, die sich bis zur Forderung einer internationalen Währung steigern kann. Tatsächlich erwuchs auch geschichtlich im 19. Jahrhundert die Goldwährung aus der Eignung des Goldes vornehmlich als internationales Zahlungsmittel. Hingegen erfordern die 3 anderen Funktionen eine möglichst große Wertbeständigkeit des Geldes, die sich mit Steigerung der Kreditmittelfunktion zur Forderung einer völligen Stabilität verdichtet.

Nehmen wir z. B. den Fall einer mäßigen Deflation: Ein Unternehmer beschafft sich mit eigenem Kapital Rohstoffe, Maschinen, Arbeitskräfte zum heutigen Preisindex 100. Nach drei Monaten sind die ersten Waren fertiggestellt und werden zu einem inzwischen auf 98 herabgesunkenen Preisniveau verkauft. Um diese 2 % schmälert sich der Unternehmergewinn. Um diese 2 % waren die drei Monate zuvor getätigten Einkäufe zu hoch bezahlt. Aber immerhin: Die zur laufenden Produktion benötigten Rohstoffpreise und Kapitalerneuerungspreise ermäßigen sich im gleichen Umfange. Es tritt also nur ein einmaliger Verlust ein, der sich aus der Größe des ersten Kapitaleinsatzes, der Umschlagsperiode und der Steile der Deflation berechnet. Er ist ferner abhängig von den Zahlungsmethoden und von hier aus zu verringern.

Ungleich schwerer und zu einem Problem wird jedoch diese Geldwertsteigerung überall da, wo das Unternehmen mit Kredit, also betriebsfremdem Kapital arbeitet. Hier handelt es sich nicht mehr nur um eine Geldwertverkleinerung des in Waren umgesetzten geldlichen Vermögenseinsatzes, sondern um ein Anwachsen der in nominell gleicher Höhe zu verzinsenden bzw. zurückzuzahlenden Schuldenlast. D. h. bei der Kreditrückzahlung muß ein größerer Warenwert aus dem Betriebe herausgegeben werden, als der Betrieb bei Kreditaufnahme empfing. Je stärker die Deflation und je größer der Anteil des Fremdkapitals der einzelnen Wirtschaften, um so größer in Waren gerechnet diese Differenz. Eine Abhilfe dieser Deflationsbelastung der mit Kredit arbeitenden Unternehmen wird vielfach durch Rückkehr zu stärkerer Selbstfinanzierung versucht. Denn insoweit das Unternehmen gleichsam sein eigener Kreditgeber ist, fallen die sich aus der Geldwertsteigerung ergebenden Schuldnernachteile und Gläubigervorteile zusammen, sodaß sich die Deflationsprobleme auf Erschwerung der Betriebsrechnung beschränken. Doch sollte man bewußt sein, daß das infolge einer Deflation stattfindende Anwachsen der Schuldenlast eines Unternehmens nichts mit

Fehlinvestition im Einzelfalle noch mit allgemeiner wirtschaftlicher Überschuldung, noch auch mit mangelnder Betriebsrechnung zu tun hat, sondern eine Folge einer Geldwertsteigerung, also einer irgendwie fehlerhaften Währung ist, und daher auch von der Währungsseite aus beseitigt werden muß.

Umgekehrt bewirkt eine Inflation einen Warenschwund aller geldlich festgelegten Schulden, also einen Vermögensschwund des Gläubigers, eine Entlastung des Schuldners. Dies führt zwar zu einer Vergünstigung aller mit Kredit arbeitenden Unternehmungen, solange die Kreditbasis nicht auf Waren umgestellt wird, aber im weiteren Verlauf zu einer Verringerung der Spartätigkeit, der Voraussetzung einer Kredithergabe sowie zu einer Unlust an Selbstfinanzierung und einer Scheinblüte der mit Kredit arbeitenden Unternehmen, deren warenmäßige Unrentabilität sich mit dem Augenblick der Geldwertstabilisierung ja ergibt.

Hinter diesen aus den Gläubiger-Schuldnerbeziehungen erwachsenden Problemen eines schwankenden Warenwertes des Geldes bleiben andere Nachteile weit zurück. *Insbesondere führt die innere Kreditverflechtung unserer heutigen Wirtschaftsverfassung dazu, daß die Wirtschaft bereits auf kleine Geldwertänderungen, insbesondere solche nach oben, unverhältnismäßig stark reagiert.* Denn Schuldentilgung wie Verzinsung sind aus dem laufenden Ertrag eines Unternehmens zurückzuzahlen. Übersteigt die infolge einer Deflation vergrößerte Schuldenlast die Gewinnspanne des Unternehmens, so sind Betriebseinschränkungen die notwendige Folge.

Der Umstand, daß es die in den letzten Jahrzehnten so außerordentlich an Bedeutung gewachsene Kreditmittelfunktion des Geldes ist, welche eine Stabilität des Warenwertes der Währung so dringend erheischt, scheint mir selten klar erkannt zu sein. Soweit die Kreditmittelfunktion des Geldes hervorgehoben wird, ist es meist nur seine Eigenschaft als Vermittler zwischenstaatlichen Kredites, unter Hintanstellung seiner Bedeutung als innerstaatlicher Kreditvermittler[5]).

5) Die Bedeutung der Stabilität des inneren Geldwertes insbes. infolge der Kapitalübertragungsfunktion des Geldes betont Helfferich in seinem Werke „Das Geld" wenn er schreibt: Alle Vorteile, die das Geld als Vermittler des Kapitalverkehrs bietet, werden allerdings illusorisch, wenn die Wertbeständigkeit schwindet. Der Kapitalverkehr sieht sich dann — vielleicht in noch stärkerem Maße als der Warenverkehr und Zahlungsverkehr gezwungen, sich vom Gelde abzuwenden und nach anderen Mittelsgütern zu suchen. (Das Geld, 4. Auflage 1923. S. 297.)

b) Die Bedeutung einer Innenwertstabilisierung im Verhältnis zu einer Außenwertstabilisierung.

Für unseren Begriff des betriebsfremden Kapitals ist es zunächst völlig gleichgültig, ob der Gläubiger In- oder Ausländer ist, desgleichen ob wir es mit kurz- oder langfristigem Kredit zu tun haben. Wichtig ist zunächst nur die eine Tatsache, daß die aus dem Gewinn eines Unternehmens zu zahlenden Schulden mit Steigerung des Realwertes des Geldes anwachsen und damit eine künstliche Minder- oder Unrentabilität erzeugen, andererseits mit Geldwertsenkung abnehmen und somit eine künstliche Rentabilitätssteigerung der mit Kredit arbeitenden Unternehmen herbeiführen, der bei Beendigung der Inflation vielfach ein Zusammenbruch solcher Unternehmen folgt.

Daraus ergibt sich bereits als erste Antwort auf unsere Frage: Innenwert oder Außenwertstabilisierung die Forderung: Stabilisiert muß derjenige Wert einer Währung werden, in dem die meisten Kreditbeziehungen der einzelnen Unternehmen getätigt werden. Zeigt sich hierbei für ein Land, wie es tatsächlich für die meisten Länder, auch für Deutschland zutrifft, ein starkes Übergewicht der inländischen gegenüber den zwischenstaatlichen Kreditverflechtungen, so bedeutet das eine Entscheidung des ersten Gesichtspunktes zugunsten der Innenwertstabilisierung.

Eine gewisse Parallele zu diesem ersten Gesichtspunkt der größeren Notwendigkeit einer inneren gegenüber einer äußeren Wertstabilisierung einer Währung finden wir in der gegenwärtig lebhaft erörterten Forderung einer Schwergewichtsverlagerung vom Außenhandel zum Binnenmarkte. Beiden Problemen liegt die gleiche Fragestellung zugrunde: Was nützen uns intakte äußere Wirtschaftsbeziehungen (hier stabiler Außenkurs der Währung, dort blühender Außenhandel), wenn sie mit einer Benachteiligung innerer Wirtschaftsbedürfnisse (hier mit einem unstabilen inneren Preisniveau, dort mit einem Brachliegen des inneren Marktes) bezahlt werden müssen? Denn wie für die Freihandelslehre ist für die Verfechter einer Außenwertstabilisierung einer Währung eine intakte äußere Wirtschaftsbilanz eines Landes das Hauptsorgenkind. Mit der Erschütterung der Weltwirtschaftsbeziehungen scheinen daher beide Lehren in Frage gestellt. Zudem treten die inländischen wirtschaftlichen Opfer immer deutlicher zutage. Deshalb bedarf die Frage nach Vorteilen und Nachteilen einer Außenwertstabilisierung eingehender Untersuchung nach allen in Betracht kommenden Gesichtspunkten.

Sind wir bei der Betrachtung der Kreditmittelfunktion des Geldes zu einer Hervorhebung der Bedeutung der innervolkswirtschaftlichen Kreditverflechtungen und damit zur Forderung einer

Innenwert-Stabilisierung der Währung eines Landes gekommen, so kommt zu einem ähnlichen Ergebnis, wenn auch von anderen Überlegungen ausgehend Dr. Kurt Herrmann in einer Artikelreihe des Deutschen Ökonomisten[6]), wenn er fordert, daß in jedem klassischen Geldsystem der Grundstock der Zahlungsmittel national sein muß, während für die Schwankungen des elastischen Verbrauches eine Reserve an ausländischen Zahlungsmitteln genüge. Allerdings fordert Herrmann einen nationalen, mengenmäßigen Kern der Nährung, während es uns um eine nationale Wertgrundlage zu tun ist. Ausgangspunkt für seine Erwägungen ist die Tatsache einer immer weiteren Loslösung unserer Wirtschaft von den alten Resten der Naturalwirtschaft, und damit Einbeziehung auch des Grundstock an Verbrauch und Einkommen in unser vom internationalen Gold abhängiges Geldsystem. Mit dieser Ausdehnung der Geldwirtschaft aber hätte das Gold seinen Bereich des „Spitzenausgleichs" sowohl innerer Wirtschaftseinheiten als auch der einzelnen Volkswirtschaften untereinander überschritten und völlig unzulässigerweise den weitgehend unelastischen Kern der nationalen Güterwirtschaft in die Gefolgschaft seiner Schwankungen einbezogen. Deshalb müßte die vom Golde abhängige Geldmenge wieder auf den Auslandsreserven- oder „Pufferbedarf" einer Volkswirtschaft zurückgeschraubt werden, während der mengenmäßige Währungskern national zu verankern sei.

Diese Anschauung Herrmanns hat viel Richtiges für sich. Denn ein Blick in die Geschichte der Währungen zeigt zweierlei:

a) einmal eine Entstehung der Tauschwirtschaft und damit des Bedürfnisses nach einem allgemeinen Tauschmittel zuerst an den Grenzen der verschiedenen Volkswirtschaften[7]) im Tausch mit fremden Personen und fremden Waren, die zumeist nur Luxusgegenstände oder doch entbehrliche Güter waren[8]). So wie in den geschichtlichen Anfängen der Außenhandel dem Binnenhandel an Bedeutung vorausging, so auch die Notwendigkeit eines auch fremden Volksstämmen gegenüber geltenden Tauschmittels der Notwendigkeit nach einem inländischen Tauschmittel. Auch in späteren Zeiten, als die Binnenwirtschaft in weitgehendem Maße Marktwirtschaft geworden war, blieb der Außenhandel außerordentlich wichtig, insbesondere in dem Lande, das als erstes in der Neuzeit zur Goldwährung überging[9]). So kam es, daß der Übergang der meisten Länder zur Goldwährung aus Außenhandelsgründen erfolgte[10]).

6) Der deutsche Ökonomist 30. 9. 32; 7. 10. und 14. 10. 32.
7) Wagemann a. a. O. S. 14, Helfferich, Das Geld, S. 11 ff.
8) Wagemann a. a. O. S. 14.
9) So spricht Sombart vom Gesetz der fallenden Exportquote. Vgl. Victor: „Das sog. Gesetz der abnehmenden Außenhandelsbedeutung". Weltwirtschaftl. Archiv 1932 II S. 60.

b) Eine zweite Bestätigung dieser Ansicht finden wir in der Tatsache, daß es gerade die Eigenschaft der Edelmetalle als Luxus, d. i. entbehrliche Gegenstände war, die sie als allgemeines Tauschmittel geeignet erscheinen ließ. Nicht nur, weil Getreide leicht verderblich war, sondern vor allem, weil die Nachfrage nach Getreide weitgehend unelastisch ist, finden wir nirgends Getreide als Tauschmittel.

Aus dieser sehr richtig erkannten Schwergewichtsverlagerung der Tauschwirtschaft von mehr oder minder entbehrlichen Gütern zu einer Einbeziehung auch der wesentlichsten Lebensgrundlagen aller einzelnen Menschen folgert also Herrmann die Forderung einer nationalen Schwergewichtsverlagerung der Währungsmenge. Von dieser Forderung unterscheiden wir uns nur in dem einen, allerdings sehr wichtigen Punkte, daß wir tieferschürfend eine nationale Wertgrundlage fordern. Denn nicht so sehr die Intensivierung der inländischen Tauschwirtschaft, als vielmehr der inländischen Kreditwirtschaft erscheint uns als Hauptcharakteristikum unserer heutigen Wirtschaftsreform. Wichtiger noch als die Elastizität der inneren Geldmenge, die Herrmann, und ebenso Wagemann erreichen wollen, erscheint uns die Vermeidung von durch ausländische Faktoren bedingten Preisniveauschwankungen, gegen die wir im Falle einer Außenwertstabilisierung machtlos sind. Die Stabilisierung einer Währung erlaubt aber kein Auseinanderklaffen in zweierlei Wertgrundlagen. Hier gibt es nur ein Entweder — Oder, d. i. eine Wertorientierung des volkswirtschaftlich wichtigen Wertes mit Gefolgschaft des anderen Wertes seiner Währung.

3. Die volkswirtschaftliche Bedeutung einer Außenwertstabilisierung

a) Außenwertstabilität und Auslandsschulden bzw. Auslandsforderungen.

Jeder Geldbetrag stellt einen bestimmten Anspruch auf das Sozialprodukt des Landes dar, auf dessen Währung es lautet. Die Übertragung eines Geldbetrages auf einen Dritten, also auch auf einen Ausländer, bedeutet somit die Übertragung einer Waren- oder Dienstleistungsforderung, deren Wert sich an der Kaufkraft des Geldes in der betreffenden Volkswirtschaft mißt. Jede Geldwertübertragung bedingt also einen nachfolgenden Güter-, d. i. Waren- oder Dienstleistungs-Strom vom Geldgeber zum Geldnehmer, dem im Falle einer kreditweisen Geldübertragung bei Rückzahlung des Kredites ein umgekehrter Warenstrom entspricht. Zwischenstaatliche Geldwertübertragungen zeigen also die Tendenz zur Auslösung zwischenstaatlicher

10) Helfferich: Geschichte der Goldwährungen, S. 22. — Wagemann a. O. S. 31. Helfferich: Das Geld, S. 139. — Wagemann a. a. O. S. 16. 14.

Güterströme in gleicher Richtung. Daher können Auslandskredite nur in Form von Gütereinfuhr aufgenommen, Auslandsschulden nur in Form von Güterausfuhr zurückgezahlt werden. Wird durch handels- oder währungspolitische Maßnahmen irgendwelcher Art dieser durch eine Geldübertragung bedingte, nachfolgende Waren- oder Dienstleistungsstrom verhindert, so bedeutet das eine Verhinderung der Warenwerdung dieser Geldhingabe und damit eine Gleichgewichtsstörung zwischen Geld- und Warenmenge des betreffenden Landes mit der Folge einer Tendenz zur Rückwirkung auf Preisniveau und Außenkurs der betreffenden Währung.

Die Größe eines solchen durch eine zwischenstaatliche Geldübertragung bedingten Güterstromes vom oder nach dem Auslande, und damit der Wert der Geldübertragung selbst, mißt sich am Warenwert der zugrundegelegten Währung in dem zuleistenden Lande. Wird z. B. ein Kreditvertrag in der Währung des Gläubigerlandes abgeschlossen, so mißt sich die Höhe dieses Kredits bei seiner Hingabe an der Kaufkraft der Gläubigerwährung im eigenen Lande, also am eigenen Binnenwert, während sich seine Höhe nach der Hingabe, also insbesondere bei der Rückzahlung, an der Kaufkraft der Gläubigerwährung im währungsfremden Schuldnerlande mißt. Dieser Warenwert der Gläubigerwährung im Schuldnerlande errechnet sich aus dem Binnenwert der Schuldnerwährung und dem Außenkursverhältnis von Schuldner- zur Gläubigerwährung. Entsprechend mißt sich die Höhe eines in der Schuldnerwährung abgeschlossenen Kredites bei der Hingabe am Innenwert der Gläubigerwährung und ihrem Außenkursverhältnis zur zugrundegelegten Schuldnerwährung, nach der Hingabe am eignen Binnenwert der Schuldnerwährung. Entspricht das Außenkursverhältnis der beiden in Frage kommenden Währungen ihrer Kaufkraftparität, so deckt sich der Warenwert der zugrundegelegten Währung im währungsfremden Lande mit dem jeweiligen eignen Binnenwert dieser Währung.

Unter der Voraussetzung eines der Kaufkraftparität entsprechenden Wechselkurses zwischen Gläubiger- und Schuldnerwährung mißt sich also der Wert einer Auslandsschuld bzw. -Forderung einzig und allein am Binnenwert der zugrundegelegten Währung, unabhängig von ihrem Außenkurs. Wichtig wird ihr Außenkurs nur im Falle eines Abweichens von der Kaufkraftparität.

Ein Beispiel möge dies verdeutlichen: Wir nehmen an, Deutschland habe 1928 zu einem Preisniveau von 144 einen Auslandskredit von 200 Millionen Goldmarkt aufgenommen, und betrachten dessen Warenwert im Laufe der Jahre,

a) im Falle einer Beibehaltung,

b) im Falle einer Loslösung der deutschen Währung vom Goldstandard.

Der 1928 bei einem Preisniveau von 144 und einem deutschen Währungskurs von 1 RM. = 1 Goldmark aufgenommene Kredit von 200 Millionen GM. hatte damals einen deutschen Warenwert von 200 Mill. GM. = 200 Mill. RM. = $200 \cdot \frac{100}{144}$ Mill. WE. (Wareneinheiten). Inzwischen sei das deutsche Preisniveau bis zur Jahreswende 1932/33 entsprechend der internationalen Goldwertsteigerung auf einen Index von 90 gesunken. Das bedeutet eine Steigerung der realen Schuldenlast auf 200 Mill. GM. = 200 Mill. RM. = $200 \cdot \frac{100}{90}$ Mill. WE., also eine Warenwertsteigerung um 60 Prozent[11]). Nehmen wir weiter an, Deutschland halte auch fernerhin am Goldstandard fest. Das deutsche Preisniveau sinke infolge dessen weiter auf 1933/34 80. Damit wächst der Warenwert der deutschen Goldschuld auf $200 \cdot \frac{100}{80}$ Mill. WE. Das bedeutet gegenüber 1928 eine 80%ige Steigerung des Warenwertes!

Setzen wir nun den Fall, Deutschland hätte sich zu Beginn 1933 vom Goldstandard losgelöst und dadurch eine geringe Erhöhung seines Prisniveaus von 90 auf 100 erreicht. Es gelinge ferner, das Preisniveau auch die nächsten Jahre auf der Höhe von 100 zu halten. Dann errechnet sich der Warenwert der 200 Mill. GM. an der Jahreswende 1933/34 wie folgt: Die Preisniveauerhöhung in Deutschland von 90 auf 100 bei gleichzeitiger internationaler Goldpreisniveausenkung auf 80 ergibt ein entsprechendes Absinken des Goldwertes der Reichsmark von 1 RM. = 1 GM. auf 1 RM. = 0,80 GM., also ein Ansteigen des in Reichsmark ausgedrückten Goldwertes von 1 GM. = 1 RM. auf 1 GM. = 1,25 RM., die Realhöhe der deutschen Goldschuld beträgt damit an der Jahreswende 1933/34 200 Mill. GM. = 200 · 1,25 Mill. RM. = 200 · 1,25 $\frac{100}{100}$ Mill. WE. Die Zunahme des Warenwertes der deutschen Goldschuld beträgt also genau wie im ersten Fall 80 %, denn:

$200\frac{100}{144}$ Mill. EW. : 200 · 1,25 $\frac{100}{100}$ Mill. EW. = 100 : 180

Wir sehen somit an unserem Beispiel erhärtet, daß unter der Voraussetzung eines der Kaufkraftparität entsprechenden Geld-Goldkurses sich die Höhe der deutschen Goldschuld einzig und allein nach dem Warenwert des Goldes richtet, unabhängig vom jeweiligen Außenkurs der deutschen Reichsmark. Denn obige Voraussetzung

---

11) denn $200\frac{100}{144} : 200\frac{100}{90} = 100 : 160$

$200\frac{100}{144} : 200\frac{100}{80} = 100 : 180$

besagt ja, daß sich das Verhältnis Reichsmark: Gold im umgekehrten Verhältnis des deutschen Preisniveaus zum internationalen Goldpreisniveau ändert.

Genau das gleiche Bild ergibt sich für eine in Dollar oder einer anderen fremden Währung abgeschlossene Schuld: Löst man den deutschen Außenkurs von seiner starren Bindung an das Gold und damit an den Dollar, um eine Stabilisierung des inneren deutschen Preisniveaus zu erreichen, so wird — unter der Voraussetzung einer ungehemmten Auswirkung des „Gesetzes" der Kaufkraftparität der Kurs RM. : $ um den entsprechenden %satz steigen oder fallen, um den sich das deutsche Preisniveau vom amerikanischen löst. Damit wird für den Wert der deutschen Dollarschuld wie Dollarforderung allein der Warenwert des Dollars ausschlaggebend, d. h.

> auch im Falle eines ungebundenen Außenwertes einer Währung ist unter der Voraussetzung eines der Kaufkraftparität entsprechenden Außenkursverhältnisses die Höhe der in fremder Währung abgeschlossenen Schulden oder Forderungen allein von dem Innenwert dieser fremden Währung abhängig.

Dieser Satz bedarf außer der Einschränkung „unter der Voraussetzung eines der Kaufkraftparität entsprechenden Außenkursverhältnisses" einer zweiten Einschränkung. Wir haben nämlich zwischem dem der Kaufkraftparität entsprechenden durchschnittlichen Außenkurs auf kürzere oder längere Zeit und dem Tageskurs zu unterscheiden, eine Unterscheidung, wie wir sie ebenfalls bei einem stabilisierten Außenkurs finden. Jedoch sind hier die Schwankungsmöglichkeiten meist sehr begrenzt. Für Goldwährungen ergeben sie sich z. B. aus der Spanne zwischen oberem und unterem Goldpunkt, eine Spanne von nur ca. ½ %. In der Tat bleiben die täglichen Außenkursschwankungen der verschiedenen Goldwährungen meist weit hinter 1 pro mille zurück. Soweit die täglichen Schwankungen des Außenkurses freier Währungen um die durch die Kaufkraftparität gebildete Wertschwelle über das Maß der Goldwährungsschwankungen hinausgehen, stellen sie eine zusätzliche Benachteiligung oder Begünstigung des ausländischen Gläubigers oder Schuldners dar.

Unter diesen beiden Einengungen gilt also als Wertmaßstab der in fremder Währung abgeschlossenen Schulden der Binnenwert der betreffenden Auslandswährung. Dieser fremde Binnenwert stellt, wie jeder andere Wert, die Combinante der verschiedensten ausländischen Preisbildungsfaktoren dar, die zum wohl größten Teil dem Machtbereich der ausländischen Währungspolitik unterliegen, aber vor allem eines gemeinsam haben: Daß sie im Zweifelsfalle jedem Einfluß der heimischen Währungspolitik

entzogen sind — ein Tatbestand, der nur allzuoft vergessen wird. Auf die Zu- und Abnahme des Warenwertes der deutschen Goldschuld hat die deutsche Währungspolitik als solche keinen Einfluß. Sie könnte höchstens eines: Sie könnte ein Abweichen des deutschen Währungskurses von der Kaufkraftparität des Goldes zugunsten der deutschen Schuldner erzwingen.

Hiermit sind wir bereits beim Falle eines Abweichens des Außenkurses von der Kaufkraftparität angelangt: Weicht der freie Außenkurs von der Kaufkraftparität nach unten ab, so geht dieses Abweichen auf Kosten der in Auslandswährung verpflichteten deutschen Schuldner zugunsten der ausländischen Gläubiger.

Nehmen wir z. B. die innere Kaufkraft von 1 RM. mit 100 WE. (Wareneinheiten) an bei einer inneren Kaufkraft des $ von 420 WE., so entspricht bei Kaufpraftparität beider Währungen dem 4,2fachen Innenwert des Dollars auch ein 4,2facher Außenwert des $ gegenüber der RM., denn:

$$4{,}2 \cdot 100 \text{ WE.} = 1 \times 420 \text{ WE. oder}$$

$$\frac{4{,}2}{1} \cdot 100 \text{ WE.} = 420 \text{ WE., in Worten:}$$

$$\frac{\text{Außenwert des Dollars}}{\text{Außenwert der Reichsmark}} \cdot \text{Innenwert der RM.} = \text{innere Kaufkraft des \$.}$$

Bezeichnen wir den Außenwert des $ mit Aw$, den Außenwert der Reichsmark mit AwRM., ihre Kaufkraft im eigenen Lande mit Iw$ bzw. IwRM., so lautet unsere Gleichung:

$$\text{I.} \quad \frac{\text{Aw\$}}{\text{AwRM.}} \cdot \text{IwRM.} = \text{Iw\$}$$

wobei die linke Seite der Gleichung die Kaufkraft des $ in Deutschland (Kf $ Dschl.), die rechte Seite die Kaufkraft des $ in den VStA. darstellt, also:

$$\text{II.} \quad \text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{\text{Aw\$}}{\text{AwRM.}} \text{IwRM.}$$

Aus der 1. Gleichung errechnet sich der Außenwert des $ mit

$$\text{Aw\$} = \frac{\text{Iw\$} \cdot \text{AwRM.}}{\text{IwRM.}} = \frac{420 \text{ WE.}}{100 \text{ WE.}} \text{ AwRM.}$$

$$1 \text{ \$} = 4{,}2 \text{ RM.}$$

Die Kaufkraft des $ in Deutschland errechnet sich aus der 2. Gleichung mit:

$$\text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{\text{Aw\$}}{\text{AwRM.}} \text{ IwRM.} = \frac{4{,}2}{100} = 420 \text{ WE.}$$

Die Kaufkraft des $ in Deutschland entspricht also der Kaufkraft des $ in den Vereinigten Staaten.

Nun soll sich bei gleichbleibendem Innenwert der beiden Währungen ihren Außenkursverhältnis von 1:4,2 auf 1:5 zu Ungunsten

Deutschlands verändern. Dann steigt die Kaufkraft des $ in Deutschland und damit der Wert der deutschen Dollarschulden von

$$\text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{4{,}2}{1}\ 100\ \text{WE. auf}$$

$$= \frac{5}{1}\ 100\ \text{WE.}$$

bei gleichbleibender innerer Kaufkaft des $ in den VStA. von 420 WE. Das Abzweichen des Reichsmarkkurses von der Kaufkraftparität $\frac{1}{4{,}2}$ $ auf $\frac{1}{5}$ $ bedeutet also eine zusätzliche Belastung des deutschen Dollarschuldners von 500 WE. — 420 WE. = 80 WE.

Aber selbst in diesem Falle eines Abweichens des Außenkurses der deutschen Reichsmark von ihrer Kaufkraftparität bildet dieser gesunkene Außenkurs der RM. nur einen Wertbildungsfaktor der deutschen Dollar-Schuld. Mitbestimmend bleibt stets der Außenwert des $, der in weitgehendem Maße von der Währungspolitik der Vereinigten Staaten abhängt.

Es könnte z. B. in unserer Gleichung

$$\text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{\text{Aw\$}}{\text{AwRM.}}\ \text{IwRM.}$$

der Außenwert des $ bei gleichbleibendem Außenwert der Reichsmark von 4,2 auf 3,5 gesunken sein, sodaß das Außenkursverhältnis der RM. auf $\frac{1}{3{,}5}$ $ steigt. Dadurch verringert sich die Kaufkraft des $ in Deutschland, und damit der Wert der deutschen Dollarschuld von

$$\text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{4{,}2}{1}\ 100\ \text{WE. auf}$$

$$\frac{3{,}5}{1}\ 100\ \text{WE. bei einer Kaufkraft}$$

des $ in den VStA. von nach wie vor 420 WE.

Im Falle eines der Kaufkraftparität entsprechenden deutsch-amerikanischen Außenkursverhältnisses ändert sich unsere Gleichung von

$$\text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{\text{Aw\$} \cdot \text{IWRM.}}{\text{AwRM.}}\ \text{in}$$

$$= \frac{\text{IW\$} \cdot \text{IWRM.}}{\text{IwRM.}} = \text{Iw\$}$$

In beiden Fällen ist also mindestens ein Wertbildungsfaktor von der ausländischen Währungspolitik abhängig und — was wichtiger ist — der Einflußsphäre der heimischen Währungspolitik entzogen. Diese Erkenntnis führte denn auch vielfach zu dem Wunsche, diesen Mangel direkter Einflußmöglichkeit der heimischen Währungspolitik auf den

Wert der in fremder Währung abgeschlossenen Schulden durch internationale Vereinbarungen zu ersetzen, ein Wunsch, wie wir ihm in den englischen wie auch in den deutschen Währungsprojekten immer wieder begegnen. Aber mit der gleichen Folgerichtigkeit läßt sich aus dieser Erkenntnis der Abhängigkeit von ausländischer Währungspolitik der Wunsch nach einem Gegendruck der eigenen Währungspolitik durch bewußtes Abweichen des eigenen Außenkurses von der Kaufkraftparität herleiten. So könnte z. B. Deutschland durch künstliche Erhöhung (soweit das praktisch möglich ist!) des Außenwertes seiner RM. von der Einheit 1 auf 1,4 GM. bei gleichbleibendem Innenwert der RM. den Wert seiner Dollarschulden von

$$\text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{\text{Aw\$}}{\text{AwRM.}} \text{IwRM.} = \frac{4{,}2}{1} 100 \text{ WE.} = 420 \text{ WE.}$$

$$\text{auf} \qquad = \frac{4{,}2}{1{,}4} 100 \text{ WE.} = 300 \text{ WE.}$$

senken, oder aber durch eine Preisniveauerhöhung von 100 auf 140, d. i. eine innere Geldwertsenkung der RM. von 100 auf 71,4[12]) das gleiche Ergebnis erzielen denn:

$$\text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{4{,}2}{1} 71.4 \text{ WE.} = 300 \text{ WE.} \qquad 1$$

Der Warenwert einer in ausländischer Währung (F) abgeschlossenen Schuld ergibt sich also aus dem Zusammenspiel der Währungspolitik der beiden Länder nach der Gleichung:

$$\text{Kf. \$ Dschl.} = \frac{\text{AwF.}}{\text{AwRM.}} \text{IwRM. oder}$$

$$= \text{AwF} \quad \frac{\text{IwRM.}}{\text{AwRM.}}$$

wobei sich der Einfluß der eigenen Währungspolitik auf die evtl. Möglichkeit eines Auseinanderklaffens von Innen- und Außenwert beschränkt. Solange jedoch $\frac{\text{Iw RM.}}{\text{Aw RM.}} = 1$ ist, d. i. also der Außenkurs der Kaufkraftparität entspricht, ist der Wert der Auslandsschuld jedem Einfluß der heimischen Währungspolitik entzogen.

Ähnlich dem Wert einer in ausländischer Währung abgeschlossenen Auslandsschuld verhält sich der Wert einer in heimischer Währung abgeschlossenen Auslandsforderung. Ihr Wert mißt sich an der Kaufkraft der heimischen Währung im betreffenden Schuldnerland. In obiger Gleichung tritt also an die Stelle des eigenen Landes (Dschl.) das fremde Schuldnerland (L), an die Stelle

12) denn 100 : 71,4 = 140 : 100

der eigenen Währung RM. die fremde Währung F und umgekehrt. Wir erhalten somit

$$\text{Kf. RM. L.} = \text{AwRM.} \frac{\text{IwF.}}{\text{AwF.}}$$

Wie im obigen Falle beschränkt sich auch hier der Einfluß des währungsfremden Schuldnerlandes auf die Möglichkeit eines Auseinanderklaffens zwischen Innen- und Außenwert der Schuldnerwährung, während die Währungspolitik des Gläubigerlandes unter allen Umständen maßgebenden Einfluß auf den Wert der in seiner Währung abgeschlossenen Forderungen ausübt.

Die Wertbestimmung einer in *inländischer* Währung abgeschlossenen *Auslandsschuld* bietet keinerlei Schwierigkeiten, weil ja hier das „Leistungsland" und das „Währungsland" zusammenfallen. Der Warenwert der Schuld richtet sich hier allein nach der eigenen Währungspolitik des Schuldnerlandes, denn

$$\text{Kf. RM. Dschl.} = \text{AwRM.} \frac{\text{IwRM.}}{\text{AwRM.}}$$
$$= \text{IwRM.}$$

Ist im obigen Falle der Wert der Schuld allein von der eigenen Währungspolitik abhängig, so ist im letzten Falle dem Abschluß einer in *ausländischer* Währung abgeschlossenen *Auslandsforderung* die Höhe derselben allein von der Währungspolitik des fremden Landes abhängig, denn

$$\text{Kf. F. L.} = \text{AwF.} \frac{\text{IwF.}}{\text{AwF.}}$$
$$= \text{IwF.}$$

Auch hier ist jeglicher Einfluß der Währungspolitik des währungsfremden Gläubigerlandes ausgeschaltet.

Wir können demnach zusammenfassen: *Der Wert zwischenstaatlicher Schulden bzw. Forderungen* wird

a) im Falle des Kreditabschlusses in der Währung des Gläubigerlandes
   in erster Linie von der Währungspolitik des *Gläubigerlandes* bestimmt.
   Die Einflußmöglichkeit der Währungspolitik des *Schuldnerlandes beschränkt* sich auf die etwaige Möglichkeit eines *Auseinanderreißens* zwischen Innen- und Außenwert seiner Währung.

b) bei Vertragsabschluß in der Schuldnerwährung:
   allein von der Währungspolitik des *Schuldnerlandes* bestimmt.
   Eine direkte Einwirkungsmöglichkeit der Währungspolitik des Gläubigerlandes besteht nicht.

Hieraus ergibt sich praktisch für unsere Frage einer Außenwert- oder Innenwertstabilisierung, daß bei Übergang eines Staates von

bisheriger Außenwertstabilisierung zu freier Außenkursbildung der Wert seiner in ausländischer Währung abgeschlossenen Schulden nach wie vor in erster Linie von der Währungspolitik des Landes abhängt, dessen Währung zugrundegelegt ist. Ein die Schuldenlast erhöhender oder senkender Einfluß der eigenen Währungspolitik bleibt auch ferner auf die mögliche Spannungsweite zwischen Außenwert und Innenwert seiner Währung beschränkt. Hierin liegen die Grenzen sowohl des Machtbereiches als auch der Gefahr einer freien Außenkursbildung für eine in fremder Währung abgeschlossene Auslandsschuld. Dagegen sind die Möglichkeiten einer Einwirkung der Währungspolitik auf seine in eigener Währung abgeschlossenen Forderungen unbegrenzt. Auf dem Umweg über den Außenwert der Währung ist ihr Wert praktisch von der Innenwertbildung der eigenen Währung abhängig, wobei allerdings das Schuldnerland eine Einflußmöglichkeit durch Auseinanderklaffen von Außenwert und Innenwert seiner Währung hat.

Es bleibt somit die Frage offen: Ist ein solches gewolltes oder ungewolltes, gewünschtes oder unerwünschtes Abweichen des Außenkurses einer Währung mit freier Außenkursbildung von seiner, der inneren Kaufkraft entsprechenden Höhe, auf die Dauer möglich oder sogar wahrscheinlich?

Die Antwort ist von vielen Tatsachen-Fragen abhängig und kann daher erst im 2. Teil der Arbeit gegeben werden. Von Vornherein steht nur eines fest: Daß bei Fehlen künstlicher Bindungen sowie bei Ausschaltung von Störungsmomenten der Außenkurs stets die Tendenz hat, sich der Kaufkraftparität anzugleichen. Wir werden an der Behandlung des englischen Falles sehen, wie diese Tendenz, jahrelang künstlich unterbunden, nach der plötzlichen Loslösung des £ vom Goldstandard in ihr Gegenteil umschlagend, noch immer durch die verschiedensten Hindernisse gehemmt, sich dennoch Bahn bricht — und damit das Spannungsproblem zwischen Innen- und Außenwert des £ löst.

Läßt sich aber nachweisen, daß, auf lange Sicht gesehen, sich das ‚Gesetz" der Kaufkraftparität durchsetzt, so bedeutet das für die zwischenstaatlichen Gläubiger-Schuldnerbeziehungen, daß — ebenfalls auf lange Sicht — der Wert einer in ausländischer Währung abgeschlossenen Schuld allein vom Binnenwert der zugrundegelegten Währung und damit von der Währungspolitik dieses Landes abhängt. Es ändert sich somit bei Gleichsetzung vom AwF. = IwF. und AwRM. = IwRM. die rechte Seite unserer Gleichung von

$$\text{Kf. F. Dschl.} = \text{AwF.} \frac{\text{IwRM.}}{\text{AwRM.}} - \quad \text{in}$$

$$\text{Kf. F. Dschl.} = \text{IwF.} \quad \text{bzw.}$$

$$\text{Kf. RM. L.} = \text{IwRM.}$$

Somit beschränkt sich der mögliche Nachteil oder Vorteil einer freien Außenkursbildung eines Landes für seine in fremder Währung abgeschlossenen Auslandsschulden auf die kurzfristige Spannweite der Schwankungen seines Außenwertes um die Schwelle der Kaufkraftparität, während der Wert seiner in eigener Währung abgeschlossenen Forderungen von seiner eigenen inneren Preisbildungspolitik abhängt.

Vorteil und Nachteil einer inneren Wertorientierung und damit freien Außenkursbildung einer Währung für seine Auslandsschulden bzw. Auslandsforderungen des betreffenden Landes lassen sich also daran messen, inwieweit es dieser Währungspolitik gelingt, jenachdem Spannungen zwischen Innen- und Außenwert der eigenen Währung zu vermeiden oder herbeizuführen und eine innere Preisstabilisierung, Preisbildung oder Preiserhöhung zu erreichen.

Umgekehrt besteht der angebliche Vorteil eines stabilen Außenwertes für den Wert der bereits bestehenden, in ausländischer Währung abgeschlossenen Auslandsschulden, im günstigsten Falle in einer Indifferenz der eigenen Währungspolitik, d. h. in einer Garantie, $\frac{\text{IwRM.}}{\text{AwRM.}} = 1$ zu erhalten.

Die hier so ausführlich widerlegte These eines selbstverständlichen Anwachsens der internationalen Goldschuldenlast im Falle einer Loslösung vom Golde bildet eines der Hauptargumente der währungspolitischen Tagesliteratur für die Beibehaltung der Goldwährung, weshalb wir sie an erster Stelle behandelten. So sah sich bereits 1923 Keynes in seinem Tractat genötigt, gegen dieses auf „reiner Illusion" beruhende Argument anzukämpfen, als eine Rückkehr Englands zur alten Vorkriegsparität mit dem irrigen Hinweis auf eine dadurch bedingte Erleichterung der englischen Auslandsschulden (!) begründet wurde. „The burden of this (international gold-) debt, schreibt Keynes[13]), depends on the value of gold, in terms of which it is fixed, not on the value of Sterling". Und er fährt sarkastisch fort: „It is not easy, it seems, for men to apprehend, that their money is a mere intermediary, without significance in itself, which flows from one hand to another, is received and is dispensed, and disappears when its work is done from the sum of a national wealth."

13) Keynes, Tract on Monetary Reform, S. 152.

b) Außenwertstabilisierung und Außenhandel.

1. Außenhandel und Außenkursschwankungen.

Die Frage der Bedeutung eines stabilen Außenkurses für den Außenhandel eines Landes läßt sich nicht allgemein beantworten, denn sie hängt von der strukturellen und konjunkturellen Lage der betreffenden Volkswirtschaft, ihrer weltwirtschaftlichen Verflochtenheit und anderem mehr ab. Und doch wird die Forderung einer internationalen Währungsstabilisierung außer mit der Behauptung eines sonstigen Anwachsens der internationalen Schulden hauptsächlich mit dem Hinweis auf die angeblichen Notwendigkeiten des internationalen Verkehrs begründet. Tatsächlich sind die meisten Währungstheoretiker bzw. Währungspolitiker von vornherein geneigt, den Zusammenhang von stabilem Außenwert einer Währung und der Entwicklung seines Außenhandels zu überschätzen, eine Einstellung, gegen die sich auch Keynes in seinem neuen Werk wendet[14]).

Nun läßt sich nicht recht einsehen, warum ein sogenannter freier Außenkurs nachteilig auf den Außenhandel wirken sollte, wofern er nur der Kaufkraftparität entspricht, d. h. die Kaufkraft seines Geldes in fremden Ländern gleich der Kaufkraft im eigenen Lande ist. Wie für die zwischenstaatlichen Kreditverflechtungen beschränkt sich auch für den zwischenstaatlichen Handel der mögliche Vorteil bzw. mögliche Nachteil einer freien Außenkursbildung auf die mehr oder minder kurzfristigen Schwankungen des täglichen Außenkurses um seinen der Kaufkraftparität entsprechenden Trend.

Auch die nähere Untersuchung solcher Kursschwankungen gehört als Tatsachenfrage in den 2. Teil der Abhandlung. Hier sei nur vorweggenommen:

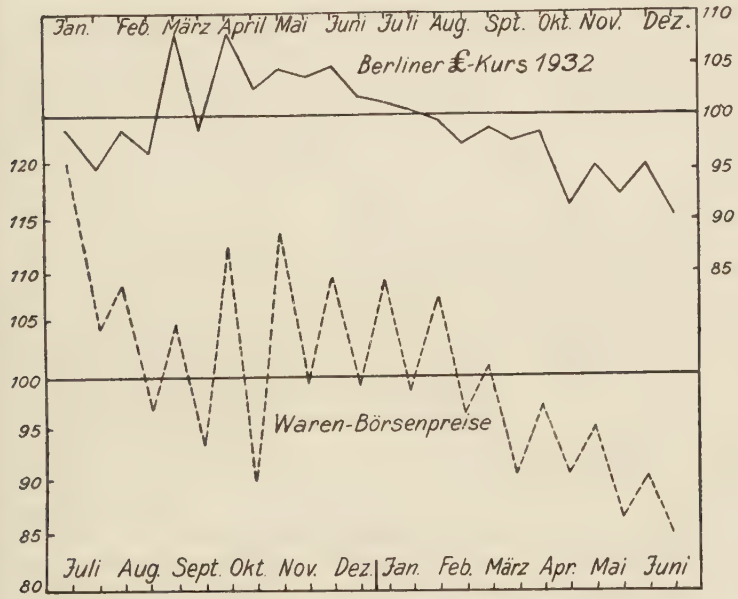
Bei einem Vergleich der kurzfristigen Kursschwankungen (tägliche, wöchentliche, monatliche) freier Währungskurse gegenüber den Schwankungen gebundener Außenkurse ergibt sich ungefähr eine Verzehn- bis Verzwanzigfachung der Schwankungsweiten bei freien Außenkursen. Denn während die wöchentlichen Spannweiten zwischen Höchst- und Tiefpunkt bei Goldwährungen durchschnittlich ca. 0,07 %, also noch nicht einmal 1 pro mille betragen, schnellen sie im Durchschnitt der letzten 1½ Jahre der englischen Währung auf 1,33 % und bei Außerachtlassung der ersten Monate des neuen Kurses auf immerhin noch durchschnittlich 1,03 hinauf. Gleichzeitig stiegen die durchschnittlichen monatlichen Kursschwankungen auf 2,98 % gegenüber den durschnittlichen monatlichen Schwankungsweiten von Goldwährungen von 0,22.

Jedoch dieses auf den ersten Blick außerordentlich ungünstige Bild ändert sich rasch, wenn wir die Größenordnung dieser Schwankungen mit den durchschnittlichen Schwankungen der internationalen

14) Keynes, Vom Gelde 1932 S. 567.

Börsenpreise vergleichen. Im Durchschnitt der Zeitspanne von Juli 1931 bis Juni 1932 betrug die wöchentliche Schwankungsweite von 9 verschiedenen internationalen Börsenpreisen 4,4 %, die monatliche Schwankungsweite sogar 10 %, also bedeutend mehr als die Devisenschwankungen des £.

Ein Bild möge dies veranschaulichen:



Schwankungsweiten von Pfundkurs und Börsenpreisen.

Die untereinander gelegten Kurven erstrecken sich über verschiedene Zeiträume: So umfaßt die obere Kurve der £-Kursschwankungen an der Berliner Börse die Monate Januar bis Dezember 1932, während die unteren Kurven die monatlichen Höchst- und Tiefpunkte von 9 Börsenpreisen von Juli 1931 bis Juni 1932 zeigt. Beide Kurven zeigen die Verbindungslinien zwischen dem Höchst- und Tiefpunkt des gleichen Monats und dem Höchstpunkt des folgenden Monats (ohne Rücksicht auf den zeitlichen Intervall und die Reihenfolge von Höchst- und Tiefpunkten des jeweiligen Monats), ausgedrückt in Prozent des Jahresdurchschnittskurses. Zu beachten ist, daß die untere Warenpreiskurve bereits eine Durchschnittskurve der Schwankungsweiten von 9 verschiedenen Warenpreisen darstellt, also bereits die tatsächlichen Höchstpreisschwankungen eliminierte. Die betreffenden Warenpreise sind: Baumwolle Bremen, Wolle Bradford, Butter Hamburg, Schmalz New York, Kaffee Hamburg,

Roggen Hamburg, Weizen New York, Kautschuk London und Kupfer London. Am heftigsten schwankten Kautschuk mit 17 %, Kaffee mit 15 und Kupfer mit 11 % im Monatsdurchschnitt. Die höchsten monatlichen Schwankungen im betrachteten Zeitraum zeigen Kautschuk mit 36, Kaffee mit 28, Roggen mit 26 und Wolle mit 23 %. — Den Rekord an wöchentlichen Höchstschwankungen schlägt Kaffee mit 31 %, es folgen Wolle mit 27, Roggen mit 22 und Kupfer mit 16 %.

Eine Erklärung für diese wesentlich größeren Kursschwankungen einer freien Währung finden wir in der Tatsache, daß der Puffer eines Gold- und Devisen-Vorrates nicht automatisch einsetzt, sondern sich alle Schwankungen der täglichen Nachfrage bzw. Angebots nach Devisen der betreffenden Währung direkt auf dem Valutamarkt auswirken.

Diese unmittelbare Auswirkung von Nachfrageschwankungen und Angebotsschwankungen auf den Währungskurs hat aber auch ihre gute Seite: Sie ermöglicht eine rasche Regulierung von Nachfrageveränderungen, wie sie z. B. durch eine ungünstige Außenhandelsbilanz, Vertrauenserschütterungen u. a. verursacht werden. Diese Automatik ist insbesondere dann nicht zu unterschätzen, wenn durch starke internationale, politische oder wirtschaftliche Überschuldung eine mehr oder minder unsichtbare starke Gefährdung der Außenbilanz oder eine Hemmung der inneren Diskontpolitik durch unerwünschte äußere Wirkungen droht. Diese günstige Wirkung eines solchermaßen reagiblen Außenkurses hebt auch Keynes in seinem Traktat hervor, wenn er schreibt: Die damalige (1923) Nachkriegsmethode (einer freien Außenkursbildung) bedeute ein „höchst schnell und kräftig wirkendes Korrektiv für wirkliche Gleichgewichtsstörungen in den internationalen Zahlungsbilanzen, durch welche Gründe diese auch verursacht sein mögen, und ein vorzügliches Präventivmittel gegenüber solchen Ländern, die in Versuchung sind, im Ausland über ihre Verhältnisse Ausgaben zu machen“[15] . . . . „Die Notwendigkeit einer schnelleren Reaktion ist einer der Faktoren gewesen, welche die Vorkriegsmethode für die Nachkriegsverhältnisse unanwendbar gemacht hat.“[16])

Wir kommen somit zur Frage der Automatik internationaler Preis- und Zahlungsbilanz-Regulierungen bei freien und gebundenen Außenkursen.

15) Keynes, Traktat, S. 165.
16) Keynes, Traktat, S. 162.

2. Die automatische Selbstregulierung der äußeren Wirtschaftsbilanz bei Goldwährungsländern.

Die vielgerühmte automatische Selbstregulierung einer unausgeglichenen äußeren Wirtschaftsbilanz eines Landes mit international orientierter Währung bedeutet keine Vereinfachung, sondern eine Verkomplizierung gegenüber der Auswirkung bei Ländern mit freier Außenkursbildung. Während bei freier Außenkursbildung sich die Passivität einer Handelsbilanz ganz einfach in einer verringerten Nachfrage nach der eigenen Währung und also einer Kursverschlechterung auswirkt, wird bei einem gebundenen Außenkurs diese Auswirkung auf das innere Preisniveau abgelenkt. Nehmen wir als Beispiel eine Goldwährung: Hier löst die durch eine passive Handelsbilanz verursachte erhöhte Nachfrage nach ausländischer Valuta nach Erreichung des unteren Goldpunktes einen Goldabfluß aus, der im eigenen Lande eine Verringerung der umlaufenden Geldmenge und damit eine *Preissenkung*, im Goldeinfuhrland eine Geldvermehrung und damit eine Preiserhöhung herbeiführt. Preissenkung im eigenen, Preiserhöhung im fremden Lande tendieren zu einer Ausfuhrsteigerung des eigenen Landes und damit einer Behebung der den Goldstrom verursachenden Passivität der Handelsbilanz. Bei freier Außenkursbildung tritt diese Wirkung *direkt* ein: Die Kursverschlechterung bei gleichbleibendem inneren Preisniveau regt das Ausland an, mit seiner höher bewerteten Währung im valutaschwachen Lande zu kaufen — ein Güterstrom aus diesem Lande setzt ein und wirkt auf eine Behebung der ursprünglichen Passivität der Handelsbilanz hin. Entsprechend tendiert eine aktive Handelsbilanz bei einem Goldwährungsland zur Herbeiführung eines Goldzuflusses, damit einer inneren Preiserhöhung und hierdurch einer Einfuhrsteigerung, die die aktive Handelsbilanz wieder ausgleicht, während bei einem Lande mit freier Außenkursbildung die Behebung der Aktivität der Handelsbilanz auf dem Wege über einen erhöhten Wechselkurs, der zu einer Ausfuhrsenkung führt, erfolgt.

Der Vorteil der Selbstregulierung unausgeglichener Außenbilanzen bei Goldwährungsländern liegt in der — ich möchte sagen — „Geräuschlosigkeit des Funktionierens": Keine Erschütterung des Valutamarktes, kein Kurssturz ist notwendig — und dennoch reguliert sich die Außenbilanz gleichsam von selbst. Und ein Zweites: Diese Selbstregulierung kuriert nicht an Symptomen, sondern sie beseitigt die Ursachen unausgeglichener Außenbilanzen selbst: die internationalen Preisniveauspannen[17]). Sie paßt automatisch —

17) das besagt nicht, daß eine Goldwährung die verschiedenen internationalen Preisniveaus nivelliert. Aber diese internationalen Preisniveauunterschiede sind durch die strukturelle und konjunkturelle Verschiedenheit der einzelnen Volkswirtschaften bedingt. Im Augenblick jedoch, da Preisspannen über das durch die volkswirtschaftliche Lage bedingte Ausmaß

und das ist das wesentliche — das innere Preisniveau den Bedürfnissen der Stabilität des Wechselkurses an, ohne daß es hierzu eines überlegten menschlichen Eingreifens bedarf.

Nur eines: Diese Automatik ist an 3 Voraussetzungen geknüpft: Sie bedarf der internationalen Freizügigkeit des Goldes in allen Goldwährungsländern, einer weitgehenden Freizügigkeit der Produktionsfaktoren, sowie einer strengen Bindung der umlaufenden Geldmenge und damit des inneren Preisniveaus an die Goldmenge — wiederum in allen Goldwährungsländern. Weiter: ganz abgesehen davon, daß diese zweite, für das Funktionieren der Selbstregulierung unbedingt notwendige Voraussetzung heute fast nirgends zutrifft, daß ferner dies Funktionieren davon abhängt, daß kein Land eine den Erfordernissen des Wechselkurses widerstrebende innere Preispolitik treibt, setzt auch im günstigsten Falle einer ungehinderten Auswirkung der oben beschriebenen Automatik diese Selbstregulierung nur langsam und zögernd und im Ernstfalle viel zu spät ein. Denn wie u. a. auch Taussig in oben angeführtem Werk ausführt, besteht — insbesondere für hochqualifizierte Industrieprodukte — ein ziemlich großer Spielraum, innerhalb dessen das innere Preisniveau schwanken kann, ohne daß eine merkliche Veränderung der Ausfuhr- und Einfuhrgrößen eintritt. Erst nach Überschreiten dieser Grenzen der Schwankungsweiten — und das kann sehr spät sein — tritt die Automatik der Selbstregulierung in Kraft. Endlich: diese Selbstregulierung bedingt eine Abhängigkeit des inneren Preisniveaus von den Notwendigkeiten eines stabilen Außenkurses.

Hingegen wirkt die Methode der freien Außenkursbildung rasch und zuverlässig, ohne wesentliche Rückwirkung auf das innere Preisniveau, jedoch eben deshalb renkt sie im Falle einer durch eine innere Preisverschiebung verursachten unausgeglichenen Außenbilanz des Preisniveau nicht wieder auf die alte Höhe ein, behebt also nicht die Ursache der gestörten Außenbilanz selbst, sondern beseitigt dieselbe nur nachträglich durch eine entsprechende Kursveränderung. Ihr Vorteil liegt in ihrer raschen und unbedingt zuverlässigen Wirkung, auf welche, wie u. a. England bewies, im Ernstfalle auch Goldwährungsländer zurückkommen müssen, sowie im Fernhalten einer Einwirkung von Außenbilanzstörungen auf das innere Preisniveau. Ihr Nachteil liegt einmal in der sehr leichten Reagibilität des Außenkurses auf auch nur vorübergehende Schwankungen der Außenbilanz[18]) der eigenen Volkswirtschaft mit der Folge

hinausgehen, tritt die automatische Selbstregulierung in Kraft. (Vergl. Taussig, Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen 1928, S. 25 ff.)

18) Keynes, Vom Gelde, S. 567.

verhältnismäßig großer, kurzfristiger Schwankungen des Außenkurses einer innenwertorientierten Währung. Mit Recht weist jedoch Knapp in seiner „staatlichen Theorie des Gelde" darauf hin, daß diese so oft als Zeichen einer mangelhaften Währung empfundenen Außenkursschwankungen nur die natürliche Folge des Umstandes seien, daß die durch staatlichen Machtspruch befohlene Geltung einer Währung an den Grenzen des Staates aufhöre und durch eine marktmäßige Wertbildung ersetzt werde. Auch wenn wir uns mit der Knapp'schen Wertbildungslehre einer Währung nicht decken können, so bleibt ihm doch das Verdienst auf den engen räumlichen und machtpolitischen Zusammenhang zwischen Staat und Währung hingewiesen und Außenkursschwankungen als im Wesen einer Währung gegeben liegend, aufgezeigt zu haben[19]). Ein zweiter Nachteil der Selbstregulierung der Zahlungsbilanz bei einer freien Außenkursbildung liegt darin, daß sie eine die Außenbilanz störende innere Preisverschiebung nicht automatisch rückgängig macht, sondern vielmehr den Außenkurs der neuen Preislage anpaßt. Inwieweit diese Tatsache allerdings als Fehler anzusehen ist, bleibt dahingestellt.

Die sog. freien Währungen ermangeln also keineswegs einer Selbstregulierung unausgeglichener äußerer Wirtschaftsbilanzen. Im Gegenteil: Die Selbstregulierung erfolgt rascher, zuverlässiger und sichtbarer. Aber sie erfolgt über eine Einwirkung auf den Außenkurs der Währung[20]) — ein Nachteil also für alle an einem festen Außenkurs Interessierten — ein Vorteil für alle an einem stabilen Innenwert Interessierten, den sie unberührt läßt.

c) Außenwertstabilität und neue Kapitalverflechtungen.

1. Risikoverteilung.

Mit dem Grade der Annäherung des tatsächlichen Außenkurses an seine der Kaufkraftparität entsprechende Schwelle verringert sich der mögliche Nachteil oder Vorteil eines frei gebildeten Außenkurses einer Währung für die zwischenstaatlichen Kapitalverflechtungen dieses Landes. Aber während wir es bei dieser Frage der Wirkung auf den Wert bereits getätigter Kapitalverflechtungen mit genau berechenbaren Größen zu tun hatten, versagt diese exakte Methode bei der Beurteilung der Wirkung auf neu zu tätigende zwischenstaatliche Kreditabschlüsse, da es sich um in der Zukunft liegende menschliche Willensentscheidungen handelt. Die Kurve der Außenkursschwanknugen wird hier gleichsam zu einer Kurve teils negativer, teils positiver Risikoschwankungen, deren

19) Knapp, S. 202 ff.
20) Gregory, S. 61.

Auswirkungen auf neue Kreditabschlüsse es zu untersuchen gilt. Auf eine solche Frage jedoch muß die Theorie die abschließende Antwort schuldig bleiben; sie kann nur die Erfahrung lehren.

Die einschlägige Literatur beantwortet, dessen ungeachtet, diese Frage meist von vornherein *negativ*, betont also die Notwendigkeit eines stabilen Außenkurses gerade im Hinblick auf neue Kapitalübertragungen. Selbst Keynes bekennt sich zu diesem Standpunkt[21]), warnt jedoch vor einer Überschätzung dieses Gesichtspunktes. Auch die, insbesondere in den englischen währungspolitischen Erörterungen so stark betonten, Prestige-Gründe gehen letzten Endes auf die gleichen Erwägungen zurück: Wolle England seine Bedeutung als Weltkreditmarkt behalten, d, h, zwischenstaatliche Kreditgewährungen *auf der Grundlage des Pfundes* entweder selbst abschließen oder doch vermitteln, so müsse das Pfund als internationale Wertgrundlage in seinem Verhältnis zum internationalen Zahlungsmittel Gold sowie zu anderen Währungen stabil sein. Wir werden sehen, daß das Pfund seine Stabilisierung 1925 auf der Vorkriegshöhe hauptsächlich diesen Überlegungen verdankte.

Aber beruhen diese Erwägungen auf Richtigkeit?

a) England als Schuldnerland ist zwar bei der Aufnahme eines Pfundkredites an einer möglichst hohen Kaufkraft des Pfundes im Auslande und damit an einer Vermeidung von Kursschwankungen nach unten interessiert, bleibt aber im weiteren Verlauf, also bei Verzinsung und Rückzahlung vom Pfundkurs unberührt. Jedoch muß festgehalten werden, daß der englische Pfundschuldner, der den Auslandskredit aufnimmt, und der englische Importeur, der durch seine entsprechende vorausgehende oder nachfolgende Einfuhr dem Auslande, bzw. dem Valutamarkt die notwendige Pfundmenge zur Verfügung stellt, zwei Personen sind. Konnten wir bisher bei unseren Betrachtungen über das wertmäßige Schicksal zwischenstaatlicher Kredite jedes Land stets als einen geschlossenen währungspolitischen Faktor behandeln, so wird eine Auseinanderreißung in Interessengruppen in dem Augenblick notwendig, da es die Willensentschlüsse Einzelner zu untersuchen gilt. Hierbei ergibt sich dann, daß — insoweit jeder Kredithingabe ein gleichgerichteter Waren- oder Dienstleistungsstrom entspricht — zwar der Warenimporteur an einer möglichst hohen Kaufkraft des Pfundes im Auslande im Augenblick der Kreditaufnahme interessiert ist, daß aber der *Verursacher dieser Transaktion* der englische Pfundkreditschuldner keinerlei direktes Interesse an der Gestaltung des Wechselkurses zeigt, weder bei seiner Aufnahme noch bei seiner Rückzahlung.

Anders der Gegenpartner dieser Kredithingabe, der ausländische Pfundgläubiger, der ebenfalls aktiv Beteiligter ist: Ihm fällt das Kursrisiko sowohl bei der Kredithingabe als auch bei der Kredit-

21) Keynes, Vom Gelde, S. 567 ff.

rückgabe zu. Denn wenn er auch in Pfund hingibt und zurück empfängt, so erfolgt doch die Lastenaufbringung wie die Verwendung des Zurückempfangenen in der inländischen Währung seines Landes. Dadurch erhält er ein Interesse für einen möglichst niedrigen Pfundkurs bei Kredithingabe und einen möglichst hohen Pfundkurs bei Kreditrückzahlung. Ob ihm die dahingehende Gewinnchance eines schwankenden Pfundkurses reizt, oder ob er einen möglichst stabilen Pfundkurs, der zwar das Risiko einer ungünstigen Kursgestaltung ausschaltet, damit aber auch die Gewinnchancen beseitigt, vorzieht, bleibt Temperament und Einstellung des Kreditgebers überlassen. Der zweite ausländische Partner, der dem englischen Importeur entsprechende ausländische Exporteur, der durch seinen Export die Pfunddevisen auf den Valutamarkt bringt, ist zwecks Steigerung seiner Ausfuhr von Beginn an an einer Überwertung des Pfundes interessiert.

Daraus ergibt sich für die Frage eines etwa abzuschließenden Pfundkredites des Auslandes an England, daß der eine Partner, der kreditnachfragende Engländer an der Kursgestaltung des Pfundes völlig desinteressiert ist, daß jedoch sein ausländischer Gegenspieler, der in Frage kommende Kreditgeber, ein Interesse an zuerst einem unter-, später an einem überwerteten Pfundkurs zeigt. Es wird von dessen Veranlagung abhängen, ob er die günstigen Chancen eines schwankenden Pfundkurses ausnützen will oder das Kompromiß eines stabilen, valuatarischen Gewinn oder Verlust ausschließenden Pfundkurses vorzieht. Die Antwort wird in weitgehendem Maße einmal davon abhängen, ob der ausländische Geldgeber sich den Zeitpunkt der Pfundhingabe und Pfundrückgabe aussuchen kann oder nicht, zum anderen sowohl von der Größe der Kursschwankungen als auch der Richtung ihrer Bewegungen. Steht z. B. ein weiteres Absinken des Pfundes von der Kaufkraftparität zu befürchten, so wird der ausländische Pfundkreditgeber abgeschreckt, wie er andererseits durch die Erwartung eines Anziehens des Pfundkurses angelockt wird. Ähnlich wird es von der Veranlagung der Partner auf der Warenseite abhängen, ob sie einen schwankenden oder einen stabilen Währungskurs vorziehen, nur mit dem Unterschied, daß ihre Spekulationen in umgekehrter Richtung als die des Kreditgebers verlaufen. Ein zweiter Unterschied liegt darin, daß sie weniger am Außenkurs des Pfundes als solchem als vielmehr an der inneren und äußeren Kaufkraft des Pfundes in Waren interessiert sind.

Auch beim zweiten Falle, England als Gläubigerland, haben wir zwischen dem englischen Exporteur und dem englischen Kreditgeber zu unterscheiden. Auch den englischen Pfundgläubiger als solchen interessiert weder bei der Kredithingabe noch bei der Kreditrückgabe der englische Pfundkurs gegenüber dem Ausland, da er ja die gleiche Pfundeinheit empfängt, die er hingab. Was ihn

genau so wie den englischen Pfundschuldner einzig interessiert, ist die innere Kaufkraft des Pfundes. Kurschancen wie das Kursrisiko trägt der ausländische Pfundschuldner, der beim Kreditempfang an einem möglichst hohen Pfundkurs, bei der Kreditrückgabe an einem möglichst niedrigen Pfundkurs interessiert ist, während umgekehrt der englische Exporteur sowie der ausländische Importeur bereits zu Anfang ein Interesse an einem niedrigen Pfundkurs haben. Ob der das Kursrisiko tragende ausländische Pfundschuldner zur Übernahme dieses Risikos bereit ist oder einen stabilen Pfundkurs vorzieht, hängt wiederum von der Veranlagung desselben ab.

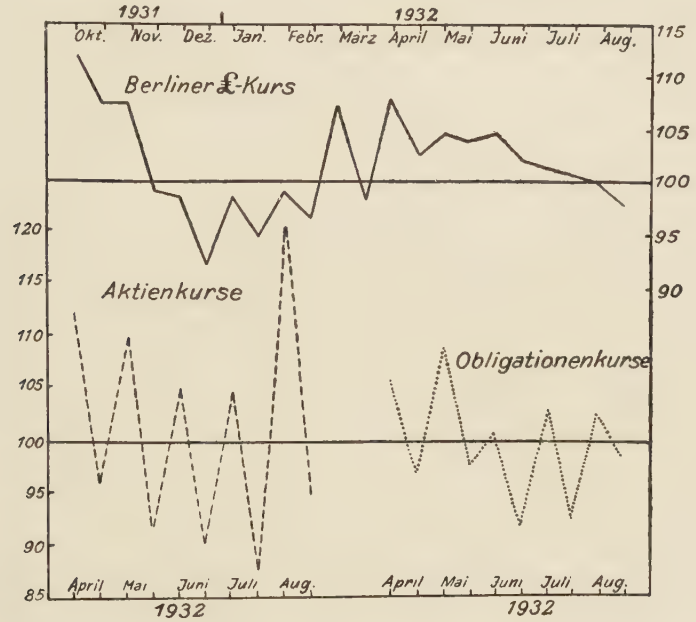
Die Bereitwilligkeit des ausländischen Pfundschuldners und Pfundgläubigers, Risiko und Chancen eines schwankenden Außenkurses des Pfundes auf sich zu nehmen, bildet also einen wesentlichen Faktor für die Bedeutung Londons als internationalen Geldmarkt, mit der doppelten Einschränkung, daß:

a) einmal nicht alle Kreditverflechtungen Londons primärer Natur, sondern vielfach Folgeerscheinungen seiner wirtschafts- und handelspolitischen internationalen Verflechtungen sind,

b) mit wachsender internationaler Bedeutung eines schwankenden Pfundes auch diese Schwankungen sich nach dem Gesetz der Masse verringern. Andererseits entscheiden andere Vorteile des englischen internationalen Geldmarktes, seine ausgedehnte Organisation, seine Provisionslage, seine Zinslage und nicht zuletzt die Liquidität und Zuverlässigkeit des Londoner Geldmarktes weit über seine internationale Stellung.

Um uns nun ganz allgemein ein Bild von Ausmaß und Bedeutung dieser kurzfristigen Kursschwankungen des Pfundes zu machen, sei ein Vergleich mit den Kursschwankungen auf anderen Kreditmärkten erlaubt. Unser Bild zeigt oben die monatliche Schwankungskurve des Pfundes (monatliche Höchst- und Tiefpunkte) vom Oktober 1931 bis August 1932, unten links die Schwankungskurve von 10 Effekten der Berliner Börse, und zwar 8 Aktien: AEG, Bemberg, IGFarben, Siemens-Halske, Leonhard Tietz, Vereinigte Stahlwerke, Hapag und DDBank, sowie eine öffentliche Anleihe: die Preußische Staatsanleihe 1928 und einen Pfandbrief: Deutsche Central-Boden-Credit Emmississon 2. Die Kurve unter rechts zeigt die monatliche Schwankungsweite im Durchschnitt von 10 nur festverzinslichen Effekten ebenfalls der Berliner Börse: 5 Industrieobligationen: Aschinger, Concordia-Spinnerei, Daimler-Benz, Kloeckner-Werke und Rhein-Main-Donau, außerdem 3 öffentliche

Anleihen: Preußische Staatsanleihe wie oben, Schlesischer Landes-Gold-Pfandbrief Emmission 1, und Berliner Pfandbrief Amt 6 % sowie 2 Hypothekenbriefe: Deutsche Zentral-Boden wie oben und Mitteldeutsche Boden Credit Reihe 1,2. Beide Effektenkurven erstrecken sich über die Zeit vom 15. April bis 31. August 1932. Obgleich beide Effektenkurven Durchschnittsschwankungen von 10 Werten darstellen und damit bereits eine Ausschaltung der tatsächlichen Höchstschwankungen bedeuten und obgleich die Pfundkurve



Schwankungsweiten von Pfundkurs und Effektenkursen.

auch die Schwankungen der ersten Monate nach der Aufhebung des Goldstandards mit umfaßt, sehen wir eine bedeutend größere Schwankungsweite bei den Effekten, selbst bei den fest verzinslichen, als beim Pfund. Nun könnte als Einwand erhoben werden,, daß wir zum Vergleich Effektenschwankungen der unruhigen Zeit des Jahres 1932 nehmen. Aber die Pfundschwankungen nach der Loslösung vom Gelde bilden ja ebenfalls keine Schwankungen eines normalen internationalen Geldverkehrs, sodaß eine Gegenüberstellung aus der gleichen Zeit am angebrachtesten erschien.

Sind aber Schwankungen sowohl freier wie festverzinslicher Kredite bedeutend größer als die Schwankungen des Valutakurses des

Pfundes, so läßt sich nicht recht einsehen, weshalb ausgerechnet diese Valutakursschwankungen ein so unüberwindliches Hindernis für die Kreditgewährung bilden sollten.

Außerdem darf nicht vergessen werden, daß der Außenkurs einer Währung, den wir in den Brennpunkt unserer Betrachtungen stellten, eine Verhältniszahl zweier Größen, nämlich 2er Währungen oder einer Währung und des Goldes ist, die beide in ihrem eigenen Werte gegenüber den Waren und im Verhältnis zueinander schwanken können. Grundlage des Wertes einer jeden Währung aber ist die innere Kaufkraft derselben mit der Folge, daß auch der Außenkurs zweier nach innen stabilen Währungen nur minimal schwanken wird[22]). Andererseits jedoch folgt aus dieser Doppelnatur des Außenkurses, daß ein Schwanken auch nur einer Währung das Verhältnis der beiden Währungen bedroht; das will sagen, daß die Aufrechterhaltung eines stabilen Außenkurses einer Währung nicht im alleinigen Machtbereich nur der eigenen Währungspolitik liegt. Weiter ergibt sich, daß der Außenkurs infolge seiner Doppelnatur niemals dem Gelde seinen Wert verleihen, sondern nur seinen anderweitig, d. i. im Inlande erhaltenen Wert an einer fremden Währung nachträglich messen kann[23]). Welche der beiden gegenseitig schwankenden Währungen wir hierbei als die Konstante annehmen und welche von ihnen wir als Variable in Prozenten dieser Konstanten ausdrücken, bleibt schließlich Geschmackfache und dem einzelnen überlassen. Da wir aber im zwischenstaatlichen Verkehr eines vergleichenden Maßstabes bedürfen, werden wir als Konstante diejenige Währung betrachten, deren Wert aus innerwirtschaftlichen Gründen am stabilsten und zuverlässigsten erscheint und deren Volkswirtschaft außerdem einen bedeutenden Außenhandel und einen flüssigen inneren Geldmarkt besitzt.

Auch für den internationalen Wert einer Währung ergibt sich somit als Wertgrundlage die Stabilität und Zuverlässigkeit ihres innervolkswirtschaftlichen Wertes.

Auch die heutige englische Politik scheint von der Erkenntnis auszugehen, daß der Rückgang Londons als internationaler Geldmarkt längst vor dem 19. September 1931 einsetzte und weit mehr auf die wirtschaftlichen und finanziellen Schwierigkeiten des englischen Binnenmarktes und Außenhandels zurückzuführen ist als auf eine Gefährdung des Außenverhältnisses des Pfundes zum Golde. Die Gefährdung dieses Außenwertes, die schließlich zur Aufgabe des Goldstandards führte, war nicht Ursache, sondern Folge der sich aus

22) Gregory: The Gold Standard and its Future Nov. 1931, S. 62.
23) So auch Helfferich, Das Geld 1923, S. 201 ff sowie Knapp: Staatliche Theorie des Geldes, S. 468 ff.

der mangelnden Liquidität des englischen Geldmarktes durch festgefrorene Investitionen im In- und Auslande, aus einem unausgeglichenen Außenhandel, sowie einem unausgeglichenen Staatshaushalte, überhöhter Belastung der englischen Wirtschaft u. a. ergebenden innervolkswirtschaftlichen Erschütterungen des Pfundkurses. So versucht heute England, unter Außerachtlassung des Goldkurses durch eine stabile innere Preispolitik dem Pfunde seine frühere Festigkeit und Bedeutung wiederzugeben und es damit zu befähigen, wenigstens für den sogenannten „Sterling-Club" eine neue Wertgrundlage zu bilden.

Am deutlichsten aber sehen wir diese unsere Ansicht an den Erscheinungen der Dollarkrise des März 1933 bestätigt: Weder eine passive äußere Wirtschaftsbilanz noch eine illiquide äußere Kapitalverflechtungsbilanz Amerikas noch auch eine Vertrauenserschütterung und damit ein Goldentzug seitens des Auslandes, sondern einzig die mangelnde innere Liquidität der amerikanischen Volkswirtschaft, verursacht u. a. durch Fehlinvestitionen und mangelhafte Bankenorganisation, zwangen die Banken zur Schalterschließung und veranlaßten dadurch verschiedene Länder zum Übergang zur Frankennotierung, während sowohl England wie Deutschland sich um Aufrechterhaltung der alten Dollarnotierung bemühten.

2. Vertrauen und Währung:

Eine gewisse Ähnlichkeit mit dem Prestige-Argument hat der so oft zur Begründung der Goldwährung gebrauchte Hinweis auf die Wichtigkeit des Vertrauens in eine Währung. Diese Frage nach der Vertrauensgrundlage einer Währung hat zwar unmittelbar nichts mit unserer Frage der Innenwert- oder Außenwertorientierung zu tun, sondern fällt unter die Fragestellung: gebundene oder ungebundene Währung. Da jedoch praktisch eine innenwertorientierte Währung meist auch eine ungebundene Währung ist und da eine Vertrauenserschütterung sich sowohl in einem inneren wie einem ausländischen Geldentzug äußert, muß diese Frage hier kurz gestreift werden.

Der „Wert" einer Währung ist wie der Wert eines jeden anderen Gutes keine feststehende, dem Gute gleichsam innewohnende objektive Eigenschaft, die man messen könnte[24]), sondern er bildet sich aus dem täglichen Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bestimmenden subjektiven Wertschätzungen, die sich allerdings nach gewissen objektiven Gegebenheiten wie Brauchbarkeit und Häufigkeit des Vorkommens, Produktionskosten usw. richten. Sowohl die Brauchbarkeit einer Währung aber, d. i. ihre Fähigkeit, dem Waren- und Kreditverkehr zu dienen, wie die Geschwindigkeit ihrer Zirkulation, die die „Häufigkeit ihres Vorkommens" mitbe-

24) Helfferich: Das Geld. S. 299 1923.

stimmt, sind weitgehend vom Vertrauen des Publikums abhängig
Daher ist das Vertrauen eine der Wertgrundlagen einer jeden Wäh
rung und somit für ihre Festigkeit und Wertbeständigkeit unbeding
notwendig.

Aber wir müssen uns davor hüten, dieses Ver trauen als einen gesonderten und selbständi gen Faktor zu betrachten,

denn wenn auch Vertrauen und innere Festigkeit einer Währung sic
wechselseitig beeinflussen und bedingen, so ist doch wohl das sachlich
Moment, nämlich die innere Festigkeit, das Primäre, weil sic
letzten Endes das Vertrauen nach ihr orientiert. Die Bedeutung de
Vertrauens liegt darin, daß eine bereits geschwächte und unterhöhlt
Währung durch hinzukommenden Vertrauensentzug völlig erschüt
tert werden kann. Aber Vertrauensschwund allein — sofern er über
haupt gegenüber einer gesunden Währung denkbar ist, vermag ein
innerlich gefestigte Währung auf die Dauer nicht zu gefährden, e
sei denn, daß er eine bewußte politische Maßnahme darstellt. Den
ein Vertrauensentzug vermag zwar, insbesondere wenn er plötzlic
kommt, die Währungspolitik zu vorübergehenden außerordentliche
Maßnahmen zu veranlassen, *aber energische Gegenmaß nahmen werden das geschwundene Vertraue rasch wieder zurückgewinnen, sowie das Publi kum erkennt, daß die objektiven Voraussetzun gen für eine Gefährdung der Währung nich gegeben sind.* Das bewiesen die Folgeerscheinungen des 13
Juli 1931 selbst in dem inflationsgeänstigten Deutschland auf
deutlichste. Denn trotz Vertrauensschwundes, trotz größten Goldent
zuges aus dem Auslande fehlte eben die wichtigste Voraussetzun
für einen inneren Kaufkraftschwund der deutschen Mark: die Zah
lungsmittelvermehrung. Nicht der damals so viel gerühmten Disz
plin der deutschen Bevölkerung, auch nicht irgendwelchen besonder
weisen Maßnahmen der Währungspolitik, sondern einzig der Tat
sache, daß die objektive Voraussetzung für eine Geldverminderung
nämlich die Geldvermehrung, fehlte, verdankten wir das verhältnis
mäßig rasche Überstehen des 13. Juli. Bereits einen Monat späte
zeigte sich die Fortsetzung der unterbrochenen Preissenkung, d. i. ein
weitere Geldwertsteigerung!

Grundlage des Vertrauens von Inland un Ausland in eine Währung bildet die Zuversich einer gleichbleibenden inneren Kaufkraft de Geldes, d. i. eines gleichbleibenden Verhältnis ses von umlaufender Geldmenge und umlaufen der Gütermenge. Eine Störung dieses Verhältnisses und da
mit eine Erschütterung des Vertrauens kann, wie der Fall Amerik
zeigt, sowohl von der Geldseite als auch von der Güterseite ausgehe

Eine Währungspolitik mag sich als Stütze der inneren Festigkeit, bzw. als sichtbares, angebliches Zeichen einer solchen der Anlehnung des Wertes der Währung an einen dritten Wert, wie z. B. das Gold oder das Silber bedienen. Eine solche Anlehnung ist jedoch, wie wir zeigten, weder notwendig noch ausreichend, wenn auch zugegeben wird, daß das Vertrauen in eine ungestützte, d. i. ungebundene Währung leichter Erschütterungen ausgesetzt ist. Jedoch sind hier wie dort der Wirkungsmöglichkeit unbegründeter Vertrauenserschütterungen verhältnismäßig enge Grenzen gezogen.

3. Die Doppelseitigkeit der Diskontpolitik.

Eine Diskontänderung hat wie die Veränderung eines jeden Preises zunächst die Tendenz einer doppelten Wirkung: Sowohl einer Veränderung auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite. Jedoch unterscheidet sich der Geldmarkt einer Volkswirtschaft als ganzes gesehen von anderen Märkten dahingehend, daß die Wirkung einer Preis-, also vor allem einer Diskontänderung, auf die Angebotshöhe weit hinter der Wirkung auf die Nachfrageseite zurückbleibt. Denn der hauptsächlichste letzte Lieferant auf dem Kreditmarkt, der Sparer, reagiert auf eine Gewinnerhöhung anders als ein sonstiger Produzent. Ihn reizt in vielen Fällen eine Gewinnerhöhung nicht nur zur Ausdehnung seiner Produktion, der Kredithingabe, sondern veranlaßt ihn sogar häufig zur Verringerung seiner Spartätigkeit, da ihn ja nicht der Gewinn als solcher interessiert, sondern die Erzielung einer bestimmten Rente, die er bei einer Diskonterhöhung mit weniger Opfer erreichen kann. Auch wenn diese Cassel'sche Darlegung nur für eine bestimmte und vielleicht beschränkte Art des Kapitalangebotes zutrifft, so bleibt doch als Tatsache, daß die Wirkung einer Diskontveränderung auf das Kreditangebot zumindest nicht einheitlich und damit im Endergebnis wesentlich abgeschwächt ist[25]).

Gesagtes gilt natürlich nur, wenn wir den Geld- und Kapitalmarkt einer Volkswirtschaft in seiner Gesamtheit betrachten. Zinsänderungen verschiedener Teilmärkte können natürlich infolge des dadurch bedingten Zinsgefälles gegenüber anderen Teilmärkten eine sehr starke Wirkung auf das betreffende Teilangebot ausüben. Ähnlich verhält es sich auch mit der Wirkung einer Diskontänderung auf ausländische Kreditmärkte, die auf eine inländische Zinsänderung natürlich sehr stark reagieren können. Diese Auswirkung der Dis-

25) Wäre dies nicht der Fall, so könnte ja eine Diskonterhöhung keine Einengung der umlaufenden Geldmenge, also des insgesamt gegebenen und genommenen Kredites, eine Diskontsenkung keine Vermehrung desselben bewirken.

kontpolitik auf das Ausland gilt es nun im Falle eines stabilen und im Falle eines freien Außenkurses zu untersuchen.

Nehmen wir zunächst den Fall einer Diskonterhöhung: Ihre Wirkung im Inland ist bekannt: sie tendiert zur Einengung der Kreditnachfrage, während ihre Anlockung neuer inländischer Kredithergabe nur gering zu sein pflegt. Anders ihre Wirkung auf das Ausland: Sofern die Zinserhöhung die Kosten einer Kreditumlenkung übersteigt und nicht zu einer Vertrauenserschütterung Anlaß gibt, wird sie eine beträchtliche Erhöhung ausländischen Kreditangebotes zur Folge haben, während die ausländische Kreditnachfrage genau so wie die inländische zurückgehen wird. Umgekehrt wird eine Diskontermäßigung, abgesehen von ihren inländischen Wirkungen, die Tendenz zu einer Kreditentziehung seitens des Auslandes, ja, einem Hinausströmen eigenen Kapitals nach dem Auslande zeigen.

Diese Wirkungen einer einheimischen Diskontpolitik auf das ausländische Kreditangebot können mitunter sehr unerwünscht sein, insbesondere dann, wenn die Diskontänderung nicht als Folge einer bereits eingetretenen Verschiebung auf dem inländischen Kreditmarkt, sondern zwecks Erreichung einer gewollten Verschiebung, also aus sog. währungspolitischen oder konjunkturpolitischen Gründen erfolgte. Dann bedeutet nämlich die Wirkung auf das Ausland eine Durchkreuzung der erstrebten Ziele. Bezweckte z. B. eine vorgenommene Diskonterhöhung die Verhinderung einer drohenden Kreditinflation, so gefährdet das durch die Diskonterhöhung bewirkte Einströmen ausländischen Kapitals den Zweck der Diskonterhöhung, wie umgekehrt die durch eine Diskontsenkung bezweckte Kreditausweitung durch eine Abziehung ausländischen Kredites sowie eine Flucht eigenen Kapitals nach dem Auslande weitgehend vereitelt werden kann. Mit diesen aus der Doppelwirkung einer jeden Diskontpolitik nach dem Inland und dem Ausland sich ergebenden Problemen hatte z. B. die Deutsche Reichsbank 1926 stark zu kämpfen[26]). Diese Probleme treten in ihrer ganzen Schärfe insbesondere dann auf, wenn ein Ausgleich durch Änderungen des Außenkurses der Währung durch eine Bindung des Außenkurses verhindert wird, wie sie andererseits durch einen reagiblen Außenkurs stark gemildert werden können.

Kehren wir zum ersten Fall einer Diskonterhöhung zurück: Eine Diskonterhöhung tendiert über dem Weg über eine Einengung des inneren Geldumlaufs zu einer Hebung des Außenkurses, eine Tendenz, die durch das Hereinströmen ausländischen Kapitalangebotes noch unterstützt wird. Mit dem Ausmaß einer dadurch tatsächlich bewirkten Kurssteigerung verringert sich aber das Angebot ausländischen Kre-

26) vergl. Ullmann: Die Stellung der Reichsbank auf dem Geldmarkt vor und nach dem Kriege. Diss. 1931; S. 115/116.

dites, da derselbe im Zweifelsfalle die Kosten der Umwechslung zu tragen hat. Wir sehen somit auf dem Weg über eine Veränderung des Außenkurses eine selbsttätige Regulierung der durch eine Diskonterhöhung veranlaßten erhöhten Zufuhr ausländischen Kapitals. Eine Diskontsenkung tendiert umgekehrt zu einer Senkung des Außenkurses und damit einer Erschwerung des Abzuges ausländischer Gelder bzw. der eigenen Kapitalsflucht, soweit dieser fliehende Kredit den Kursverlust zu tragen hat, d. h. soweit er auf Reichsmark lautet. Also auch hier Auslösung einer selbsttätigen Regulierung.

Diese Selbstregulierung der Auswirkung einer innerwirtschaftlich bedingten diskontpolitischen Maßnahme auf das ausländische Kreditangebot findet jedoch nur bei freier Außenkursbildung statt; ein ungebundener Außenkurs kennt diese Selbstregulierungsmöglichkeit nicht.

Die Doppelwirkung einer Diskontpolitik bei festem Außenkurs bedeutet jedoch nicht nur die Gefahr einer Durchkreuzung einer innerwirtschaftlich bedingten Diskontänderung durch ihre Auswirkung auf das Ausland, sondern auch die oben behandelte Gefahr einer Erzwingung einer innerwirtschaftlich unerwünschten Diskontänderung aus außenwirtschaftlichen Gründen. Soll nämlich der Valutakurs stabil gehalten werden, so erfordern Schwankungen in der Außenbilanz eines Landes sowie Verschiebungen auf den internationalen Kreditmärkten eine Reagibilität der inneren Diskontpolitik auf die Erfordernisse der Außenwirtschaft, ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse des Innenmarktes. Eine solche Diskontänderung soll den notwendigen Ausgleich für die Außenbilanz sowohl durch eine Ausweitung oder Einengung des inneren Kreditmarktes und damit durch eine inländische Preisverschiebung als auch durch eine Angebots- und Nachfrageverschiebung auf den internationalen Kreditmärkten erbringen.

Auch diese Probleme entfallen zum größten Teil bei einem Währungssystem, das eine Reagibilität des Außenkurses auf inländische und ausländische Wirtschaftsverschiebungen gestattet.

IV. Zusammenfassung:

Außenwert- oder Innenwert-Stabilisierung?

Wir fassen zusammen:

1. Die so oft als selbstverständlich hingenommenen Nachteile einer freien Außenkursbildung beschränken sich auf das Ausmaß einer Abweichung des tatsächlichen Außerkurses von seiner durch die Kaufkraftparität gebildeten Schwelle. In dem Grade, in dem das „Gesetz" der Kaufkraftparität eine Angleichung des Außenkurses an den der inneren Kaufkraft entsprechenden äußeren Wert erzwingt, verringern sich die möglichen Nachteile und Vorteile des freien Außenkurses bis zu den verbleibenden kurzfristigen Schwankungen der Valutakurve um den Trend der Kaufkraftparität. Diese kurzfristigen Schwankungen bedeuten Risikoschwankungen für zwischenstaatliche Kreditverflechtungen wie für den zwischenstaatlichen Warenverkehr. Sie sind jedoch im Vergleich zu anderen Risikoschwankungen des inneren Kapitalmarktes und des internationalen Warenverkehrs gering und durchaus nicht immer negativ zu werten.

2. Ein stabiler Außenkurs beseitigt zwar die Nachteile, aber mit ihnen auch die möglichen Vorteile solcher Außenkursschwankungen. Er bedeutet eine Fessel für die innere Währungspolitik infolge der Doppelwirkung der Diskontpolitik und bedingt mit der Abhängigkeit der inneren Währungspolitik von der Außenbilanz und der internationalen Kreditpolitik zugleich die Abhängigkeit der gesamten inneren Preisbildung von ausländischen Fremdkräften. Zugleich nimmt er der inneren Kredit- und Preispolitik die Möglichkeit einer selbständigen Gegenwirkung gegen unerwünschte Einflüsse der äußeren Wirtschafts- und ausländischen Politik.

Mit anderen Worten: *Ein stabiler Außenkurs einer Währung unterwirft von der Kreditseite her die inländische Wirtschaft und Wirtschaftspolitik den Bedürfnissen des zwischenstaatlichen Waren- und Kreditverkehrs und nimmt ihr die Möglichkeit einer Gegenwehr gegen unerwünschte fremde Währungspolitik.*

3. Endlich: die durch eine Außenwertorientierung angestrebte engere *internationale kreditpolitische Schicksalsverbundenheit* infolge der Automatik der gegenseitigen Preisbeeinflussung ist von Willen und Fähigkeit der ausländischen Partner, diese Automatik sich ungehindert auswirken zu lassen, abhängig. Wollen oder können diese die empfindliche Klaviatur einer internationalen Währung[27]) nicht spielen, so ziehen sie, eben infolge der Automatik dieses Systems die anderen Länder in das Schlepptau ihrer Währungspolitik.

Ganz abgesehen aber von diesen Einzelfragen sollte man sich darüber klar sein, daß es, wie Knapp richtig darlegt[28]), gleichsam im Wesen einer Währung liegt, sie in der inneren Volkswirtschaft zu verankern und ihr Verhältnis zu den Währungen anderer Länder schwanken zu lassen.

Wenn trotzdem die Geschichte der Währungspolitik des letzten Jahrhunderts einen anderen Weg ging, so liegt dies in den besonderen wirtschaftlichen und geistespolitischen Verhältnissen der damaligen Zeit und nicht zuletzt in der mangelnden Erkenntnis von Wesen und Aufgaben einer Währung begründet, wie wir nunmehr darzulegen haben.

27) wie hauptsächlich die Vereinigten Staaten und vor allem Frankreich.
28) Knapp: Staatliche Theorie des Geldes, 3. Aufl. 1921, S. 200 ff. „Der zunächst gegebene Zustand ist also nach unserer Auffassung ein beweglicher intervalutarischer Kurs". (S. 204.) In Augenblicken der Krise tritt die „Wahrheit hervor, daß das Pari nur die Wirkung einer regulierenden Politik ist und nicht bereits aus der Geldverfassung an sich hervorgeht". (S. 209.)

II. Hauptteil.

Die Anwendung auf den Fall: England-Deutschland

I. Die Ursachen der Loslösung Englands vom Goldstandard am 19. 9. 1931

1. Die Geschichte der Goldwährung.

Die Entwicklungsgeschichte der Währungspolitik der letzten Jahrhunderte ist keineswegs eine einheitliche. Vielmehr lassen sich deutlich zwei einander widerstrebende Tendenzen erkennen:

Auf der einen Seite sehen wir mit der immer stärkeren Konzentrierung des Geldwesens in der staatlichen Hand eine fortschreitende Entstofflichung des Geldes im inländischen Verkehr[1]). Denn mit Übernahme der staatlichen Garantie für den gleichbleibenden Wert des Geldes verliert, wie Schmidt-Essen[2]) einleuchtend darlegt, die im Stoffwert des Geldes liegende Wertgarantie mindestens innerhalb des staatlichen Geltungsbereiches ihren Sinn. Sie würde gleichsam zu einer „Sicherung des Staates gegen sich selbst werden". Daher ist es auch falsch, in dem neu geschaffenen notalen Gelde nur eine Anweisung auf stoffliches Geld zu sehen: die chartalen Zahlungsmittel behalten auch nach einer etwaigen Aufhebung der Goldeinlösungspflicht der Zentralnotenbank ihre volle Gültigkeit[3]).

Anfangs nur eine Entstofflichung des Zahlungsmittels führte die Entwicklung insbesondere in den letzten Jahrzehnten mit der Zunahme des Charakters unserer Wirtschaft als Kreditwirtschaft zu einer immer weiteren Loslösung der Kredittätigkeit und damit der Geldschöpfung von der ursprünglichen stofflichen Deckungsgrundlage. Diese Lockerung der strengen mengenmäßigen Bindung des Geldes an das Metall, das Gold oder Silber, bedeutet aber letzten Endes eine wachsende Entstofflichung der Wertgrundlage, also des allgemeinen Wertmessers selbst. Diese

1) Knapp, Staatliche Theorie des Geldes, Aufl. 19, S. 262—265.
2) Dr. Alfred Schmidt-Essen: Der Kampf um die Goldwährung, Aufsatz 1918 in Währungsfragen der Gegenwart, Aufl. 19, S. 76.
3) Eine Tatsache, die wir in fast allen Staaten zu Beginn des Weltkrieges, in England auch während der ersten Zeit der napoleonischen Kriege, in Österreich in der 2. Hälfte des 19. Jahrhunderts, wiederholt bestätigt finden.

Tendenz zeigt sich nicht nur in den offiziell vom Goldstandard abgegangenen Ländern, sondern auch in den noch bestehenden Goldwährungsländern, mit nur dem einen Unterschied, daß diese direkt die Geldmenge selbst, sondern die der Geldmenge zugrunde gelegte Goldmenge (bzw. Silbermenge) manipulieren.

Entgegengesetzt dieser Tendenzen einer Entthronung des Goldes von seiner Rolle als inländisches Zahlungsmittel und innerer Geldschöpfungsmaßstab, zeigt sich, von den letzten 2 Jahren abgesehen, eine wachsende Bedeutung des Goldes als internationales Zahlungsmittel. Ursprünglich in dem Welthandelsland England infolge seines im Vergleich zum Silber höheren spezifischen Wertes (und nicht seiner größeren Wertbeständigkeit wegen) geschätzt[4]) und als einziges Währungsmetall 1774 beibehalten, schlossen sich Ende des 19. Jahrhunderts die meisten europäischen und amerikanischen Staaten diesem Vorbilde Englands an.

Die Geschichte der englischen Währungspolitik ist kurz folgende: Im Jahre 1663 ließ Karl II. eine neue Goldmünze, die Guinea, ausprägen, die im Gegensatz zu den bisherigen meist unterbewerteten Goldmünzen, keinen festen Silberwert hatte. Die Zahlkraft dieses neuen Geldes sollte vielmehr im Tageskurs festgestellt werden. Andererseits waren die staatlichen Kassen berechtigt, die Goldguinea zum vermutlich nur von Zeit zu Zeit neu festgesetzten sogenannten Kassenkurs in Zahlung zu nehmen[5]). Die ursprünglich beabsichtigte Geltung betrug 20 sh, doch stieg der Marktpreis des Goldes rasch auf 21 sh; 21 sh, 2 d; ja 22 sh[6]). Stieg nun der tägliche Marktkurs über den Kassenkurs, so wurden natürlich an den Staat keine Zahlungen in Gold geleistet, sank jedoch der Marktkurs unter den geltenden Kassenkurs, so wurde die Zahlung in Golde bevorzugt. D. h. die Goldmünze konnte in Zahlungen an den Staat zwar niemals unterbewertet, oft aber überbewertet werden. Diese Tatsache, verbunden mit dem freien Prägerecht für Gold zog immer mehr Gold in den öffentilchen Verkehr, auch aus dem Auslande, bei gleichzeitigem Entzug von Silbergeld. Der Kassenkurs der Goldguinea erreichte seinen Höhepunkt 1695 mit 30 sh, eine Bewertung, die wesentlich über dem damaligen ausländischen Goldkurs lag, sodaß in England bald auch viele ausländische Goldmünzen umliefen. So sah sich die englische Regierung 1695 zu einem Verbot der Goldeinfuhr genötigt dem eine gesetzliche Festsetzung des Höchstkurses von 1 G = 26 sh im Februar und 1 G = 22 sh im März 1696 folgte. Gleichzeitig wurde vorübergehend die Goldausprägepflicht der königlichen Münzstätten aufgehoben. 1696 erfolgte eine weitere Herabsetzung des Höchst-

4. Ricardo: Proposals, S. 403, Helfferich, Das Geld 1923, S. 180.
5) Alfred Schmidt-Essen: Die Geschichte des Englischen Geldwesens im 17. und 18. Jahrhundert, S. 69 und Helfferich: Geschichte der Goldwährung 1896, S. 12.
6) A. Schmidt a. a. O. S. 68.

kurses auf 21 sh 6 d, bis dann 1717 der Guinea ein gesetzlicher Annahmezwang zum Kurs von 21 sh ohne Einlösungspflicht in Silber verliehen wurde. Mit 21 sh glaubte man, den Goldkurs niedrig genug gewählt zu haben, um ein weiteres Abfließen des im Einzelhandel dringend benötigten Silbergeldes zu verhindern. Jedoch sank infolge neuer Goldfunde der Marktpreis während des ganzen 18. Jahrhunderts unter die gesetzliche Relation von 15,2 : 1, die dem Kurs von 21 sh zugrundeliegt. Der infolge dessen sich immer stärker fühlbar machende Entzug des kleinen Silbergeldes aus dem Markte zwang schließlich 1774 den Staat zur unterwertigen Ausprägung des Silbers mit gleichzeitiger Begrenzung seiner gesetzlichen Zahlkraft auf den Höchstbetrag von 25 Pfund, wenn der Staat nicht die feste gesetzliche Relation ändern wollte. Mit dieser Bestimmung wurde das Silbergeld in die Rolle von Scheidemünzen zurückgedrängt, wenn auch mit verhältnismäßig hoher Geltungsgrenze.

Hatte also der englische Staat die durch die Goldentwertung im 18. Jahrhundert verursachte Verdrängung des Silbergeldes durch das Gold ruhig geduldet und dieser Wertentwicklung folgend das Silber zur bloßen Scheidemünze gestempelt, so änderte sich jedoch diese Haltung des Staates rasch, als gegen Ende des 18. Jahrhunderts das Silber im Werte zu sinken begann und damit nun seinerseits das Gold aus dem Verkehr zu drängen drohte[7]). Zur Sicherung des bedrohten Goldumlaufes verfügte der König 1798 die Sperrung der freien Silberprägung. England war somit gegen Ende des 18. Jahrhunderts endgültig von der Silberwährung über den Bimetallismus zur Goldwährung übergegangen.

Die Geschichte der englischen Goldwährung zeigt ein doppeltes: Nicht die Wertbeständigkeit, sondern gerade das Sinken des Marktpreises des Goldes verhalf England, wie später den anderen Staaten, zur Goldwährung. Noch Ricardo sah im Silber das wertbeständigere Metall[8]). Die Einbürgerung und spätere gesetzliche Sanktionierung der Goldwährung in England ist vielmehr auf den höheren spezifischen Wert des Goldes und damit seine bessere Eignung als Zahlungsmittel[9]) im Großhandel und insbesondere im Außenhandel zurückzuführen. Das Silbergeld hingegen blieb nach wie vor unentbehrlich für den Kleinhandel. Helfferich sieht z. B. in der Goldwährung das einzige Währungssystem, das eine „hinreichende Garantie für die ständige Erhaltung eines Goldumlaufes

7) So auch Helfferich: Zur Geschichte der Goldwährungen. S. 16, S. 41.
8) Ricardo, Proposals for an Economical and secure currency in works „Silver too is much more steady (than gold) in consequente of its demand and supply being more regular".
9) Knapp: Staatl. Theorie, S. 190.

mit gleichzeitig ausreichendem und zweckdienlichen Silberumlauf" bietet[10]). Die mit der Wertbindung an das Gold verbundenen Wertschwankungen des Geldes wurden wohl erkannt, aber eine stofffreie Währung stand nach der ganzen damaligen Lage der Dinge überhaupt nicht zur Diskussion, obgleich bereits Ricardo die theoretischen Vorteile einer stofffreien Währung anerkannte; für ihn scheiterte ihre Verwirklichung jedoch an der Frage der Messung des Wertes einer solchen freien Währung, die ihm "evidently impossible" schien[11]). "Gold and silver" schreibt er "are not so good a standard, as they have been hitherto supposed. They are themselves subject to greater variations than it is desirable a standart should be subject to. They are however the best with which we are aquainted".[12]) Unter diesen Metallen gibt er dann dem Silber den Vorzug, dessen einziger Nachteil im verhältnismäßig kleineren spezifischen Wert liege[13]).

Zum Zweiten aber zeigt die englische Währungsgeschichte, daß, welche Gründe auch immer zur Einführung der Goldwährung in England führten, diese Goldwährung für England Ziel und Inhalt nach eine nationale Währung bedeutete. Zwar dürfte der Umstand, daß England fast immer eine so stark ausgeprägte Barverfassung, erst in Silber dann in Gold, hatte, mit darauf zurückzuführen sein, daß das englische Geld dadurch eine gewisse Sicherheit erhielt, stets im Auslande angenommen zu werden, wenn auch nicht gleich hoch, sondern praktisch immer niedriger[14]). Aber es findet sich nirgends ein Hinweis, daß speziell der Übergang Englands vom Silber zum Golde aus intervalutarischen Gründen erfolgte. Im Gegenteil: Nicht nur bekennt sich noch Ricardo in seinen Principles[15]) gegen internationale Kreditverflechtungen, nicht nur hatte England es als erste Handels- und Kapitalmacht nicht notwendig, sich nach den Währungen anderer Staaten zu richten[16]), sondern alle „exodromen" Gründe sprachen gegen die Einführung der Goldwährung, denn fast alle europäischen, ostasiatischen und amerikanischen Länder, mit denen England Handel- und Kreditverkehr trieb, hatten Silber- oder doch Parallelwährungen. Dennoch ging England zum Goldgelde als dem hochwertigeren und darum für den Handelsverkehr bequemeren Zahlungsmittel über. Aber auch dem Stabilisierungsmittel nach bedeutete der Übergang Englands von der Silber- zur Goldwährung

10) Helfferich: Das Geld, S. 180.
11) Ricardo, Proposals, S. 401.
12) Ricardo, daselbst, S. 402.
13) Ricardo, daselbst, S. 403.
14) Knapp, Staatliche Theorie des Geldes, S. 287.
15) Ricardo, Principles, S. 1, Auflage-Übersetzung, S. 162.
16) Knapp, Staatliche Theorie, S. 260.

keinen Übergang zu einem ausländischen Metall: Im Gegenteil: Der Anteil des Empires an der Goldproduktion der Welt übersteigt mit 1913 63% bei weitem seinen — geringen — Anteil an der Silberproduktion. England ging also mit der Wahl des Goldes als Wertgrundlage seiner Währung zu einer nationalen Währungsgrundlage über.

Ganz im Gegensatz zu England erfolgte der Übergang der meisten europäischen und amerikanischen Staaten zur Goldwährung Ende des 19. Jahrhunderts aus außenwirtschaftlichen Gründen[17]). In Wirklichkeit war es nach weit verbreiteter Ansicht nicht die Goldwährung, sondern die Währung der ersten Handels- und Kapitalmacht, nämlich Englands, die eingeführt wurde[18]).

Über die Gründe der Einführung der Goldwährung in Deutschland urteilt z. B. Helfferich[19]): „Wollte Deutschland, das ohnedies zur Vereinheitlichung seines Währungswirrwarrs von Münzsystemen eine Münzreform nicht mehr lange hinausschieben konnte, bei der Silberwährung bleiben, so wäre es in der Gefahr gewesen, sich im Welthandel zu isolieren. An die Annahme der Doppelwährung war damals überhaupt nicht zu denken" . . . " Die Goldwährung ferner gab uns die Währungsgleichheit mit dem Gelde des handelspolitisch wichtigsten Staates, mit England und seinen Kolonien, und mit dem Gelde aller der Staaten, welche damals augenscheinlich den Übergang zur Goldwährung beabsichtigten".

Erst recht galt dieser Gesichtspunkt für Österreich[20]). „Da alle bedeutenden Handelsvölker ihr Geldwesen auf die Basis des Goldes gestellt hatten, konnte für Österreich eine Rückkehr zur ursprünglichen Silberwährung nicht mehr in Frage kommen." Bereits auf der Pariser Münzkonferenz 1867 hatten die skandinavischen Staaten den Übergang zur Goldwährung vom Verhalten Deutschlands abhängig gemacht, auf das sie handelspolitisch am meisten angewiesen waren[21]).

Da es dem Verfasser darauf ankommt, die im Gegensatz zu England intervalutarischen Gründe der Ausbreitung der „internationalen" Goldwährung aufzuzeigen und durch anerkannte Autoren belegt zu wissen, sei an dieser Stelle noch einmal erlaubt, Helfferich und Knapp noch einmal zu Worte kommen zu lassen. „Nichts hat in den letzten Jahrzehnten vor dem Weltkriege so sehr zur Ausbreitung der Goldwährung beigetragen" meint Helfferich[22]), „als die immer enger werdende Verkettung

17) Knapp, Staatliche Theorie, S. 199, S. 260/.
18) A. Schmidt, Währungsfragen, S. 85, Knapp S. 261.
19) Helfferich, Zur Geschichte der Goldwährungen, S. 23/24.
20) Helfferich, Das Gald, 6. Aufl. 1923, S. 170, Knapp S. 260.
21) Helfferich, dasselbe, 6. Aufl. 1923, S. 165.
22) Helfferich, daselbst (Das Geld), S. 139.

der handelspolitischen und finanziellen Interessen der Völker", die eine Währungsgemeinschaft gebieterisch verlangte". Knapp faßt die Entwickelungsgeschichte wie folgt zusammen: „Die wirksamen letzten Gründe für die lytrische Politik unserer Staaten liegen ganz wo anders als in den Eigenschaften der Metalle . . . Das wirkliche, allerdings unbewußte Ziel dieser Politik liegt vielmehr in dem Zahlungsverkehr von Staat zu Staat" [23]). Wenn also der Valutakurs die Triebfeder für die Wahl der Währungen gewesen sei — solange nicht etwa die Not etwas anderes gebiete, so gelte das insbesondere für die schwächeren Staaten, und zwar nicht so sehr aus handelspolitischen Gründen, als wegen der Unterbringung von Anleihen in den Nachbarstaaten[24]). Also insbesondere Schuldnerstaaten, oder doch solche, die es werden wollen, suchen währungspolitischen Anschluß an ihre zukünftigen Gläubigerstaaten!

Auch Gregory, der englische Währungstheoretiker an der Economic School in London und Mitglied des Comittee on Finance and Industry 1931, bekennt sich zu der Ansicht, daß gerade die neu erschlossenen Länder, die zu ihrer Entwicklung auf große Kapitalmassen anderer Länder, also insbesondere Englands angewiesen sind, als „debtor nations were obliged to go on the gold standard", denn dieser Goldstandard „faciltiated further loans and in vestments" und vereinfachte gleichzeitig den internationalen Handel[25]). „There can be no question" urteilt er, „that the development of an international gold standard in the second half of the nineteenth century and the enormous growth of international trade and investment which then took place are no mere coincidences."[26])

Es mutet daher fast grotesk an, wenn nicht nur diese Schuldnerstaaten zu Beginn der Weltwirtschaftskrise als erste Staaten vom Goldstandard abgingen, sondern, wenn darüber hinaus der Macmillan-Report der Ansicht ist, daß es gerade die Schwäche der Schuldnerstaaten sei, die sie zum Verlassen des Goldstandards zwinge[27]), während England stark genug sei, die sich aus der Zugehörigkeit zum Goldstandard ergebenden Lasten (strain) zu tragen. Und streng genommen, brechen alle diejenigen den Stab über die Goldwährung, die feststellen, daß das Gold grade in seiner Funktion

23) Knapp, Staatliche Theorie des Geldes, S. 199.
24) Knapp, daselbst, S. 260.
25) T. E. Gregory, The Gold Standard and its Future, London, Nov. 1931, S. 10.
26) Gregory, daselbst, S. 10.
27) Report on Finance and Industry, London, Juni 1931, S. 111.
„The course of events in the last two years has had the effect of forcing a number of countries off the goldstandard. . . But these are all debtor countries. . . If matters continue as at present, it will be the debtor countries and not a creditor country such as Great Britain, which will be the first to find the strain unbearable.

als „internationales Kreditausgleichsmittel“[28]), nicht aber in seiner Eigenschaft als internationale Währungsgrundlage versagt habe oder wie eine andere Version lautet, daß die Weltkrise zum wesentlichen Teil durch eine allgemeine „overlending“[29]) verursacht wurde.

Um noch einmal auf Deutschland zurückzukommen: Charakteristisch für die deutsche Goldwährung ist, daß Deutschland nicht nur die erste Großmacht war, die dem englischen Beispiel folgte, daß es nicht nur in einer Zeit sinkenden Goldwertes, als die Gründe für eine Währungsstabilität eher für das Silber zu sprechen schienen, zur Goldwährung überging, obgleich es sich noch im Wiener Vertrag 1857 auf die Silberwährung festgelegt hatte, sondern daß es dies alles tat, obgleich es eine bedeutende eigene Silberproduktion besaß, während es als Goldproduzent so gut wie ganz ausfiel.

> Der Übergang Deutschlands zur Goldwährung bedeutete also genau so wie für die meisten ihm folgenden Länder, und ganz im Gegensatz zu England, eine Außenwertorientierung der Währung in doppelter Hinsicht: a) dem Zwecke nach eine gewollte Stabilisierung des Außenwertes der Reichsmark, und b) dem Stabilisierungsmittel nach eine Bindung an ein fremdes Metall, dessе Wertgestaltung völlig außerhalb seines Machtbereiches lag.

Deutschland vertauschte also dem Zwecke wie dem Inhalt nach seine Silberwährung mit einer außenwertorientierten, und nur allzubald indirekt manipulierten Währung.

Dieser kurze währungspolitische Überblick macht es uns verständlich, daß sich mit Wesen und Bedeutung der Goldwährung auch die Argumente für und wider die Goldwährung im Laufe der Jahrzehnte außerordentlich wandelten. Ursprünglich seiner metallischen Eigenschaft wegen in England eingeführt, als Wertgarant des Geldes, wird das Gold, getragen von der Weltmacht England, teils gegen, meist jedoch mit dessen Willen[30]), zu dem internationalen Zahlungsmittel, und im späteren Verlauf zu dem Symbol der internationalen Wertbeständigkeit schlechthin, obgleich keine anderthalb Jahrhunderte vergangen sind, daß Adam Smith[31]) und später noch Ricardo[32]) im Silber das historisch überkommene, internationale Währungsmittel sahen. Mehr noch:

28) So z. B. Fürstenberg auf der zu Beginn Mai 1932 Berlin stattfindenden Weltwirtschaftskonferenz, Stenographische Berichte, Mosse 1932.
29) So z. B. Peddie: The Crisis of the Pound 1932, S. 5, desgleichen Salter: Recovery 1932, S. 42 ff.
30) Schmidt, Währungsfragen, S. 86.
31) Helfferich, Zur Geschichte der Goldwährungen, S. 18.
32) Ricardo- Proposale S. 403: „Silver too is much more steady in its value, in consequence of its demand being more regular. And as all foreign countries regulate the values of their money by the value of silver, there can be no doubt, that on the whole, silver is prefraable to gold as a standard“.

das Gold bleibt dieses internationale Wertsymbol noch längst, nachdem es seinen Ruf als geeigneter innerer Wertmaßstab und geeignetes inneres Kreditschöpfungsmittel verloren hat. So steht heute das Gold im Mittelpunkt der Währungsdiskussion über Außen- und Binnenwährungen. Und als Spitze des Grotesken: Diejenige Macht, die dem Golde zu einer internationalen Stellung verhalf, hat das Gold bereits als Maßstab seiner inneren Preis- und Kreditpolitik aufgegeben und beleuchtet durch dieses Vorgehen kraß die Tatsache, daß die Goldwährung an sich weder der ideale innere Wertmaßstab noch das ideale internationale Zahlungs- und Kreditmittel ist, sondern daß die Goldwährung ihre in den letzten Jahrzehnten außerordentliche internationale Bedeutung dem hinter ihr stehenden englischen Staate verdanke[33]), sowie daß ihre heutige Bedeutung mit dem Dollar, dem Franken und dem holländischen Gulden steht und fällt.

Aber noch ein weiteres zeigt die Geschichte: So sehr auch immer die Goldwährung zur internationalen Handels- und Kreditverflechtung beigetragen hat — in Konfliktszeiten eines Staaten oder einer Volkswirtschaft mit ihrer Umwelt — also in Zeiten langer Kriege (siehe Napoleonische Kriege und Weltkrieg) oder internationaler Überschuldung (siehe südamerikanische Staaten) sowie gestörter Außenbilanz (s. England) mußte die Goldwährung meist den wirtschafts- und staatspolitischen Notwendigkeiten eines Selbstschutzes weichen, sofern nicht eine Veränderung des Verhältnisses der ungedeckten Noten zum Golde genügte. Solche Konfliktszeiten offenbaren deutlich den engen inneren Zusammenhang einer Währung mit Staat und Volkswirtschaft.

2. Die Restitution der englischen Goldwährung 1925 und ihre Folgen

a) die Beweggründe.

Mit fortschreitender internationaler Ausbreitung der Goldwährung gegen Ende des 19. Jahrhunderts wandelte sich auch für England ihr bisher nationaler Charakter. Zwar betrug der Anteil Englands nach wie vor über 60 % der Goldneuproduktion der Welt, 1913 63 und 1924 sogar 70 %[34]), jedoch verdankt das Gold seine ver-

33) Adam Smith führt die Gewohnheit der Europäischen Völker, in Silber zu rechnen, auf historische Gründe zurück. Schon die Römer, so schrieb 1918 Schmidt in seinen Währungsfragen S. 85: Wertbeständigkeit und weite Verbreitung des Sterlingwechsels sind Attribute der englischen Währungspolitik, die zwar durch den Goldglauben und die Golddevisenpolitik unterstützt werden, die aber auch ohne sie vorhanden.

34) errechnet aus den Zahlen des Statistischen Jahrbuches des Deutschen Reiches 1932.

hältnismäßige Wertstabilität ja gerade dem Umstand, daß sein Wert nur zu geringem Teil von der Neuproduktion bestimmt wird, beträgt diese, am Gesamtgoldbestande der Welt gemessen, doch heute keine 1,8 % mehr[35]), während sie am monetären Weltgoldbestand gemessen 3,5 % nicht übersteigt. Der Wert des Goldes hängt vielmehr in weitestgehendem Maße von der Angebots- und Nachfragepolitik der verschiedenen Goldwährungsländer ab. Setzen wir den monetären Goldbestand des gesamten Britischen Empire im Jahre 1913 zuzüglich seiner damaligen Neuproduktion in Beziehung zum monetären Weltgoldbestand dieses Jahres von 41,267 Millionen Goldmark, so erhalten wir zwar einen Prozentanteil des Empire von 24 %, jedoch entfallen auf England allein keine 12 % bei einem Anteil der Vereinigten Staaten von schon damals über 19 % ohne Berücksichtigung seiner Neuproduktion, die seinen Anteil auf 20 % erhöht und bei einem Anteil Frankreichs von über 14 % und Deutschlands von 10 %. (Für 1924 betragen die gleichen Ziffern: Empire, monetärer Goldbestand plus Neuproduktion 17 %, England allein 7,7 %, VStA. 46 %, mit Neuproduktion 47 %, Frankreich 7,2 % und Deutschland 2 %. Für 1930 Empire 15,3 %, England allein 6,5 %, VStA. 38 bzw. 38,5 %, Frankreich 17,5 %, Deutschland 4,5 %.) Diese Machtverteilung auf dem Goldmarkt verschiebt sich auch dann nicht wesentlich, wenn man die Bedeutung Londons als Goldhandelsmarkt und Weltgeldmarkt mit in Rechnung stellt. Denn letzten Endes wirken sich auf dem Londoner Goldmarkt doch nur Angebots- und Nachfragekräfte fremder Staaten aus.

Mit der Internationalisierung des Goldes entglitt also die Bestimmung seines Warenwertes weitgehend der bisherigen hauptsächlichen Verfügungsmacht der englischen Währungspolitik. Die englische Währung war somit gewollt oder ungewollt, bewußt oder unbewußt schon lange vor dem Kriege neben ihrer von Anfang an bestehenden internationalen Kreditverflochtenheit *auch ihrer Wertorientierung nach zu einer von Außenkräften abhängigen oder doch beeinflußbaren Währung geworden*, — ein Tatbestand, der meines Erachtens im allgemeinen viel zu wenig gewürdigt wird. Der einzige mir bekannte Hinweis auf diese Erscheinung in der neueren Literatur findet sich bei Peddie[36]), wenn er feststellt, daß das Gold in dem Augenblicke aufhörte, eine geeignete nationale Währungsgrundlage zu bilden, als es zu einer internationalen Währung wurde. Peddie ist m. E. auch der einzige, der die internationale Entwicklung des Goldes im Interesse Englands bedauert; denn Äußerungen wie die von Einzig[37]), im Ernstfalle sei ein Weltgeldmarkt ein gefährliches Privileg, treffen wohl eine sehr wichtige Seite des englischen Problems, nicht

35) ebenfalls errechnet aus Angaben d. Staat. Jahrb. d. Dsch. R.
36) I. Taylor Peddie: The Crisis of the Pound 1932, S. 16.
37) Paul Einzig, Das Schicksal des Pfundes 1932, S. 100.

aber die Kernfrage seiner Währungsorientierung. Auch die von ihm erwähnten Erscheinungen[38]), daß z. B. deutsche Maschinenlieferungen an Rußland, rumänische Getreidelieferungen an Frankreich, polnische Kohlenausfuhr nach Skandinavien u. a. m. in Pfund fakturiert wurden, beleuchten zwar die internationale Bedeutung des Pfundes im „aktiven" Sinne, nämlich daß die englische Währung zum internationalen Wertsymbol wurde, nicht aber die Tatsache, daß England selbst sich an ein anderes internationales Wertsymbol anlehnte.

Insbesondere aber mußte sich England dieser Internationalisierung seiner Währungs *grundlage* bewußt sein, als es im Jahre 1925 nicht nur seine Währung erneut an das Gold anlehnte, sondern sogar die Rückkehr zum Vorkriegspari beschloß. *Mit dieser Maßnahme setzte England den Wertmaßstab seiner Währung und damit seine gesamte innere Preispolitik einer doppelten, innerwirtschaftlich nicht begründeten Notwendigkeit aus*: nämlich:

a) *sein inneres Preisniveau auf das damalige Weltgoldpreisniveau*, d. h. an den Großhandelspreisen gemessen um ca. 8—10 %, an den Lebenshaltungskosten gemessen, jedoch um 25—30 % *herabzudrücken*.

b) *alle neuen Schwankungen* des insbesondere durch die VStA., später auch durch Frankreich, sowie durch die internationale Tributpolitik und endlich durch die rückgängige Goldproduktion beeinflußten *Goldwertes mitzumachen*.

Und in der Tat: ob wir die vorherigen Begründungen der Restitution 1925 wie den Cunliffe-Bericht, Gutachten von Währungsausschüssen und der Bank von England, oder nachträgliche Beurteilungen wie den Mac-Millan-Report oder auch die neueste Literatur betrachten, es findet sich nicht nur kaum ein Hinweis auf die innerwirtschaftliche Notwendigkeit dieses Schrittes, sondern man scheint sich auch der damit verbundennen innerenglischen Opfer bewußt gewesen zu sein. Trotzdem dürfte die Erkenntnis der *Tragweite* dieses Schrittes nicht nur der zu hohen Stabilisierung, sondern der Anlehnung an das internationale Pfund überhaupt gefehlt haben. Weiter noch: Die Rückkehr zum Golde wurde nicht nur gefordert und verteidigt, obgleich das Gold zu einer internationalen Währungsgrundlage geworden war, sondern grade deshalb. Meint doch Gregory noch im November 1931: „one of the great justifications of the international gold standard was precisely that it was an international standard."[39]) Das Gold, einst durch England und

38) Paul Einzig, daselbst, S. 94.
39) Gregory, a. a. O. S. 78.

den Anschluß der anderen Staaten an das englische Beispiel zur Weltmacht geworden, erschien nunmehr Symbol dieser Weltmacht selbst und zwang England in seinen Bann.

Zwei Gruppen von Überlegungen waren es hauptsächlich, die England zur Restitution 1925 bewogen und mit denen dieser Schritt noch heute vielfach verteidigt wird:

a) die weitverbreitete Ansicht, daß die Stellung Englands als Weltfinanzmacht bzw. Weltkreditmarkt sowie seine Bedeutung als Welthandelsstaat, kurz sein Prestige die Wiederanlehnung an das internationale Zahlungsmittel Gold zum Vorkriegspari verlangten. Diese Ansicht kehrt in allen möglichen Spielarten wieder. So spricht der Macmillan-Report[40]) von der Weltmission Englands als Beschützerin der Goldwährung, der großen Aufgabe, Englands, der es nicht untreu werden dürfe. Deshalb laufen auch alle Reformvorschläge des Macmillan-Reports[41]) letzten Endes auf eine „international cooperation" hinaus zwecks gemeinsamer Manipulierung des gestiegenen Goldwertes. Oder Paul Einzig[42]) verteidigt noch heute die Restitution damit, daß „damals moralisch alles für die Restitution" sprach, trotz aller Opfer und aller Gefahren. Daß dieser Versuch nach sechs Jahren verzweifelter Kämpfe habe aufgegeben werden müssen, sei „kein geringerer Schaden für englisches Ansehen als ein schwächlicher Verzicht auf ein gebotenes Wagnis"[43]). Andere wieder bekennen ganz nüchtern: Wolle England seine Stellung als Weltgeldmarkt wieder erhalten, so müsse es um des Vertrauens der anderen willen zum Goldstandard zurückkehren, mindestens solange die Vereinigten Staaten und Frankreich sich dazu bekennten[44]).

b) Hinzu kam als zweite, gleich wichtige Überlegung der Glaube, daß England stark genug sei, die innerwirtschaftlichen Deflationserfolgen auf sich zu nehmen. Der Bericht des Commitee on the currency and Bank of England Note Issues vom Februar 1925 stellt die Überwindung der zwar immerhin beträchtlichen Preisspanne als doch verhältnismäßig leicht hin[45]) und der Macmillan-Report meint noch 6 Jahre später, nachdem sich die Größe der erforderlichen Opfer doch bereits gezeigt hatten, voll Selbstbewußtsein, daß die Lasten eines Festhaltens am Goldstandard zwar für Schuldnerstaaten sich als untragbar erweisen möchten, aber „not for a creditor country such as Great Britain."[46])

---

40) Report on Finance and Industry 1931, S. 108/109.
41) Report on Finance and Industry 1931, S. 33, 37, 41, u. a. 105.
42) Einzig, Das Schicksal des Pfundes, S. 27.
43) Einzig, ebenda, S. 27.
44) Lehmann, Restitution der engl. Goldwährung, Diss. 1923, S. 7, Schultze, Pfundsturz und Weltkrise 1932, S. 7.
45) Report of the Committee on the currency and Bank of England Notes Issue 1925, S. 6.
46) Report on Finance and Industry, S. 108.

c) Endlich aber war im negativen Sinne für Englands Entschluß die Tatsache verantwortlich, daß niemand die möglichen Schwankungen des Goldwertes seit 1925 vorauszusehen schien, insbesondere nicht seine starke Steigerung. So meint der oben erwähnte Currency-Report, der zu wesentlichem Teil für die Einführung der alten Parität bereits im Mai 1925 verantwortlich ist, daß „the economic conditions in America give promise of a period of financial stability"[47]). So hatte England unter bewußter Betonung seiner Interessen als Weltfinanzmacht und Weltkreditmacht zwecks Wiedererlangung des Vertrauens der Welt seine Währung an das internationale Gold gebunden. Trotz der „Wiederanknüpfung" an das Gold und der damit scheinbaren Fortsetzung der althergekommenen Politik, stellte sich England mit dem Schritt des 13. 5. 1925 in vollkommenen Gegensatz zu seiner Jahrhundertealten Tradition. Denn einst war das Gold gleichsam als Repräsentantin der englischen Staats- und Wirtschaftsmacht zur Weltwährung geworden. Und wenn auch später die englische Wirtschaftsmacht und die verhältnismäßige Stabilität und Hochwertigkeit des Goldes sich gegenseitig beeinflußten — so blieb doch primär das Ansehen des englischen Staates. Es sprach im Jahre 1925 nichts dagegen, daß eine von einer starken und gesunden Wirtschaftsmacht getragene, manipulierte freie Pfundwährung nicht ebenso zum Welt-Wertmaßstab werden könnte. Aus einer augenscheinlichen Verkennung der engen Verknüpfung von Währung und Wirtschaft, in mißverstandenem Glauben an die Erfordernisse seines Prestiges und die Grundlagen des Vertrauens in eine Währung lehnte England seine Währung 1925 an das Gold an. Oder traute vielleicht der Staat sich selbst nicht und wollte sich vor einer evtl. Inflationspolitik schützen?

Jedenfalls aber opferte der englische Staat mit Rückkehr zum Golde dem Golde zuliebe bewußt — wenn auch ohne Ahnung des späteren Ausmaßes dieser Opfer — die Interessen der eigenen Innenwirtschaft, damit aber zerstörte er die wahren Grundlagen einer gesunden Währung — und legte so unbewußt selbst den Keim zum späteren Zusammenbruch dieser seiner Außenwährung.

b) Die Folgen.

Es dürfte sich wohl erübrigen, auf die verschiedenen Ansichten der neueren und insbesondere der Tagesliteratur über die Ursachen der Loslösung Englands vom Goldstandards im einzelnen einzugehen. Wir wollen vielmehr an Hand einiger statistischer Daten versuchen, einen Überblick über die Entwicklung der englischen Wirtschaft in den fraglichen 6 Jahren der Zugehörigkeit zum Goldstandard und damit über die Auswirkung der Wiederanknüpfung Englands an den Goldstandard zu gewinnen.

47) Report of the Committee on the Currency. S. 6.

Zuvor sei nur bemerkt, daß, so verschieden auch immer die einzelnen Meinungen über die Zweckmäßigkeit oder Unzweckmäßigkeit der Rückkehr zum Goldstandard sind, sie alle doch in dem einen Punkt übereinstimmen, daß die Restitution auf einem zu hohen Paristand erfolgte. Aber es fehlt fast jeglicher Hinweis auf die doch außerordentlich wichtige Tatsache, daß, was die Großhandelspreise betrifft, die 1925 zweifellos vorhandene Differenz des englischen Preisniveaus gegenüber dem Weltpreisniveau vor dem 19. 9. 1931 aufgeholt war, ja, daß der englische Großhandelsindex im September 1931 bereits unter dem Weltpreisniveau lag. Für die Lebenshaltungskosten bestand allerdings nach wie vor eine beträchtliche Preisspanne.

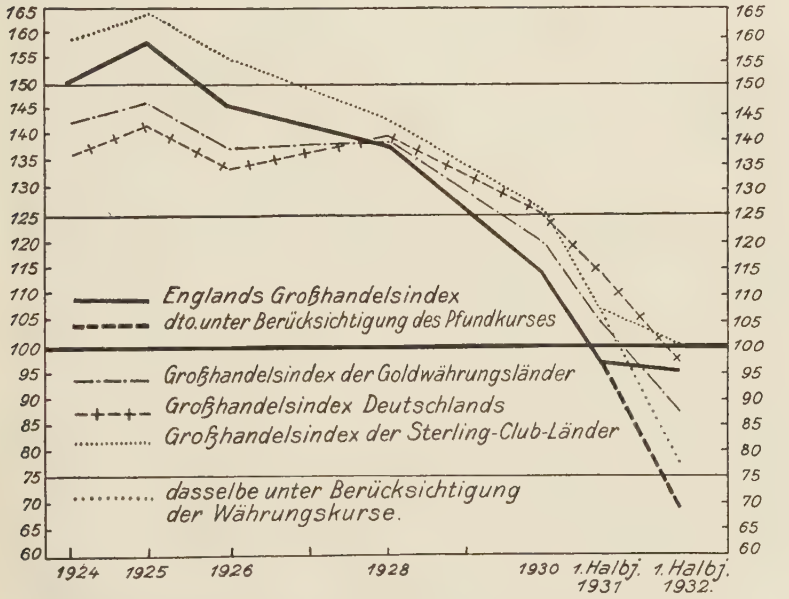
Weiter fehlt fast jede Unterscheidung zwischen dem Deflationsgrad, der durch die Preisspanne Englands—Welt des Jahres 1925 bedingt war, und der weiteren durch die Abwärtsbewegung der Weltpreise seit 1925 notwendig gewordenen englischen Deflation. Und doch ist eine solche Trennung außerordentlich wichtig. Denn die eine Deflationsursache erwuchs aus der zu hohen Stabilisierung des Pfundes und kann daher als Folge einer falschen währungspolitischen Maßnahme der englischen Regierung angesehen werden, während das durch das Sinken des Weltpreisniveaus bedingte Abgleiten der englischen Preise nicht nur die Folge einer einzelnen Fehlspekulation der englischen Währungspolitik bedeutet, sondern die logische Folgerung des Systems der Außenwertorientierung des Pfundes ist und damit die grundsätzliche Frage des Anschlusses Englands an den Goldstandard betrifft. Wir wollen daher zunächst einmal diese verschiedenen Preisspannen, besonders der Großhandelspreise und Lebenshaltungskosten, untersuchen, um an Hand der Ergebnisse feststellen zu können, inwieweit eine englische Deflationspolitik durch diese zwei verschiedenen Ursachen erforderlich war, und inwieweit sie tatsächlich erfolgte.

Als Vergleichsmaßstab für die englische Preisentwicklung bildeten wir Preisdurchschnitte verschiedener Ländergruppen, die Großhandelspreise der einzelnen Länder mit ihrem Anteil am Weltaußenhandel, die Lebenshaltungskosten mit ihrem Anteil am Weltumsatz des jeweiligen Jahres gewogen. Die hierzu erfaßten Länder stellen insgesamt ca. 75—80 % des Welthandels dar. Ihre Preisniveaus beziehen sich alle auf das Jahr 1913 = 100, unter Umrechnung etwaiger inzwischen erfolgter Devalvationen. Die der Berechnung zugrundegelegten Zahlen entstammen dem Statistischen Jahrbuche für das Deutsche Reich. Sofern für ein Land verschiedene Indices aufgeführt waren, wie z. B. für England und die VStA. wählten wir das jeweilige arithmetische Mittel der einzelnen Indices.

Wir sind uns der zahlreichen Fehlerquellen einer solchen,

gewissermaßen rohen Berechnung von Gruppenindices wohl bewußt. Aber sofern die allgemeine Ansicht einer Überwertung des Pfundes seit 1925 mehr besagen soll, als nur eine vage Empfindung, müssen wir das Abweichen des englischen Preisniveaus vom allgemeinen Weltpreisniveau statistisch zu erfassen suchen. Denn unter Über- oder Unterbewertung einer Währung verstehen wir letzten Endes ein Abweichen des tatsächlichen Außenkurses von seiner, der Kaufkraft gegenüber dem Auslande schlechthin entsprechenden Höhe. Entsprechend der Außenkursbewertung des Pfundes in Gold bezieht sich auch seine Kaufkraftparität vor allem auf die Preishöhe bei anderen Goldwährungsländern. Wir haben daher in erster Linie das englische Preisniveau mit dem Preisniveau der Gruppe Goldwährungsländer zu vergleichen.

Die Gruppe Goldwährungsländer umfaßt die Staaten: Deutschland, Belgien, Estland, Frankreich, Italien, Lettland, Litauen, Niederlande, Niederländisch-Indien, Polen, Rumänien, Schweiz,



Der Großhandelsindex Englands im Vergleich mit anderen Ländern 1924/1932.

Südafrikanische Union[48]), Tschechoslowakei, Vereinigte Staaten, mit einem Anteil von insgesamt 45 -90 % der Weltausfuhr, und 41

48) Der Abgang der Südafrikanischen Union vom Goldstandard erfolgte erst am 27. 12. 1932.

bis 45 % des Welthandelsumsatzes. Die Gruppe „Sterling-Club-Länder" umfaßt die Länder: Groß-Britannien, Ägypten, Britisch-Indien, Canada, Dänemark, Japan, Norwegen, Schweden mit insgesamt einem Anteil von 24—27 % der Weltausfuhr und 27—30 % des Weltumsatzes. Zur Errechnung des Weltpreisniveaus wurden als weitere Länder Australien, Chile, Neu-Seeland[49]), Österreich, Spanien und Ungarn. Leider fehlt eine zuverlässige Berechnung auf der Basis 1913 : 100 für die meisten südamerikanischen Staaten sowie für China und Rußland, die deshalb nicht berücksichtigt werden konnten.

I.

Eine Betrachtung der Großhandels-Indexkurven der Jahre 1924—1932 (Abbildung 3) führt uns zu drei bemerkenswerten Ergebnissen:

a) die im Jahre 1925 bestehende Preisspanne England—Goldländer ist mit ca 8 % (158 : 146) im Vergleich zur Abwärtsbewegung der „Goldländer"-Preise innerhalb der 6 Jahre um 27 % (146 : 106) und zur Abwärtsbewegung des englischen Preisniveaus im gleichen Zeitraum um fast 40 % (158 : 97) verhältnismäßig gering. D. h.: Hätte die englische Preisentwicklung nur die Differenz der zu hohen Stabilisierung aufzuholen gehabt, so wäre nur ein Drittel bis ein Viertel der tatsächlich erfolgten Deflation notwendig gewesen.

b) Die Preisdifferenz der englischen Großhandelspreise gegenüber den Weltmarktpreisen war bereits im Jahre 1928 aufgeholt. Seit dieser Zeit lag England mit seinen — in Gold umgerechneten — Großhandelspreisen bereits unter dem Weltmarktniveau. Noch deutlicher zeigt sich diese Tatsache, wenn wir die Indexziffern der Vereinigten Staaten und der „Sterling-Club"-Länder mit zum Vergleich heranziehen. Diese Kurven sind der Übersichtlichkeit des Gesamtbildes wegen nicht mit aufgezeichnet[50]), sie liegen alle seit 1928 über der englischen Kurve. Im Augenblick des Abganges Englands vom Goldstandard lag das englische Großhandelspreisniveau mit 97 um 9 % unter dem Weltindex von 106,5 sowie dem VStA.-Index von 107 und um 10 % unter dem Index der „Sterling-Club"-Länder. Ein Absinken des Pfundkurses nach dem 19. 9. 1931 läßt sich also aus den Großhandelspreisen nicht erklären!

Im Verlauf des 1. Jahres des Abganges Englands vom Goldstandard sank dann allerdings das Preisniveau der Welt auf 93, das der „Goldländer" auf 89, und das der Vereinigten Staaten

50) die Zahlen siehe Tabelle I Anhang.

49) Wir rechneten Australien sowie Neu-Seeland nicht mit zum „Sterling-Club", weil ihre Valutaentwertung bereits vor dem 19. 9. 1931 einsetzte. Ihre innere Preisentwicklung kann daher nicht als Folgeerscheinung dieses 19. 9. 31 angesehen werden.

auf 81, gegenüber einer nur 2%igen Abwärtsentwicklung des in Pfund-Sterling ausgedrückten englischen Preisniveaus auf 95, sodaß im Durchschnitt des 1. Halbjahres 1932 ein Sinken des Pfundkurses um ca. 7—15 %, nicht aber um 25—30 % dem auf die Großhandelspreise angewandten Gesetz „der Kaufkraftparität" entsprochen hätte.

c) England überbot mit seinem fast 40%igen Preisfall innerhalb von noch nicht ganz 6 Jahren weit die Abwärtsentwicklung der Großhandelspreise aller anderen Länder. Das Preisniveau der Gruppe „Goldländer" sank um 27 %, die Preiskurve der Welt um 30 %, die der Vereinigten Staaten ebenfalls um 30 %, die Deutschlands um 20 %. Am nächsten kommen England, Britisch-Indien mit einer 36%igen und Ägypten mit einer 34%igen Abwärtsentwicklung. Die Gruppe „Sterling-Club"-Länder einschl. England sank um 34 %.

II.

Vergleichen wir mit diesem außerordentlich scharfen Rückgang des hauptsächlich Welthandelswaren repräsentierenden Großhandelspreisniveaus Englands die Entwicklung seines Außenhandels 1925—1931, so zeigt sich zwar eine Steigerung des Durchschnitts der Ausfuhr der Jahre 1925—1931 um 44 % gegenüber 1913, aber gleichzeitig eine Steigerung der Einfuhr um 49 %. Die durch die

Der englische Außenhandel 1925—1931

Jahr	Ausfuhr in Mill. RM.	Einfuhr in Mill. RM.	Ausf. i. % von 1913	Einf. i. % von 1913	Defi. i. % von 1913	Ausf. i. % der Einf.
1913	10730	15704	100	100	100	68
1925	18807	26784	175	170	160	70
1926	15890	25336	148	161	190	63
1927	17017	24919	159	159	159	68
1928	17206	24408	160	155	145	70
1929	17117	24900	159	159	157	69
1930	13402	21276	125	136	158	63
1931	8642	16440	81	105	157	52
Durchschn. 1925—1931	15440	23437	144	149	161	66

Kapitalbilanz und die Dienstleistungsbilanz auszugleichende Passivität der Handelsbilanz Englands stieg damit im Durchschnitt der Jahre 1925—1931 um 61 % gegenüber 1913!

Seit 1929 fiel die Ausfuhr steil ab und erreichte 1931 mit RM. 8 642 Mill. nur noch 81 % des Ausfuhrwertes von 1913, während die Einfuhr auch 1931 noch um 5 % über der Einfuhr von

1913 lag, und somit nur zu 52 % durch die Ausfuhr gedeckt war. (Die Ausfuhrzahlen enthalten die Wiederausfuhr eingerechnet.)

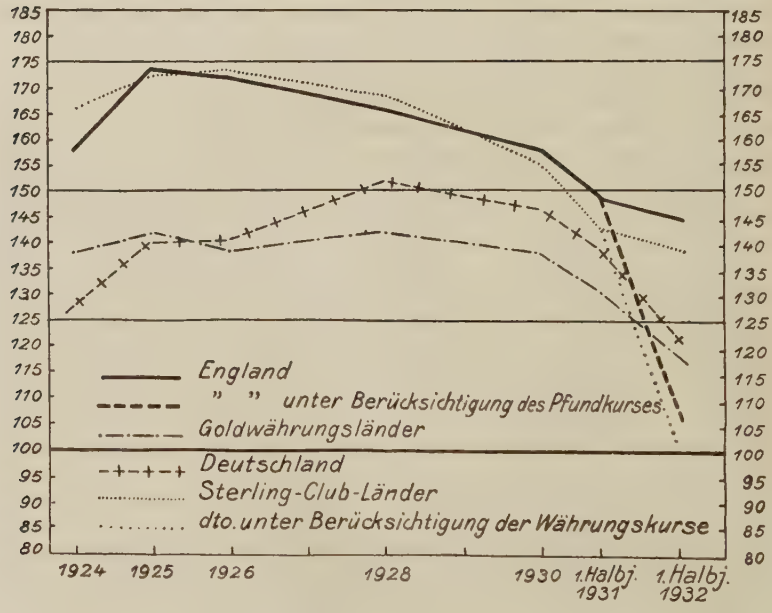
Das starke Abgleiten der englischen Großhandelspreise, insbesondere seit 1929, fand also keinerlei Äquivalent in einer günstigeren Gestaltung des englischen Außenhandels.

III.

Bietet so die Entwicklung des englischen Großhandels-Preisniveaus während der 6 Jahre der Zugehörigkeit Englands zum Goldstandard keinerlei Erklärung weder für die starke Passivität der Handelsbilanz Englands noch für die Notwendigkeit eines Abgangs von seinem 1925 gewählten Goldparistand, so müssen die Ursachen desselben anderswo liegen.

Wir bildeten zwecks weiterer Untersuchung in der gleichen Weise wie für die Großhandelspreise Indexkurven für die Lebenshaltungskurven Englands, und der verschiedenen Ländergruppen:

a) hierbei zeigt sich deutlich eine große Preisspanne Englands gegenüber den „Goldländern" 1925 sowie 1931. Zwar sanken in diesem Zeitraum die englischen Lebenshaltungskosten um 15 %



Der Lebenshaltungskostenindex Englands im Vergleich mit anderen Ländern 1924/1932.

(174 : 148); da aber der „Goldländer"-Index in der gleichen Zeitspanne um 8 % sank (142 : 130), so verringerte sich die Differenz England — „Goldländer" nur von 25 % (174 : 142) auf 14 % (148 : 130) und erklärt somit wenigstens teilweise ein Absinken des Goldwertes des Pfundes nach seiner Loslösung von der gesetzlichen Bindung an das Gold. Berücksichtigen wir die Abwärtsentwicklung der Goldländer-Lebenshaltungskosten vom 1. Halbjahr 1931 bis zum 1. Halbjahr 1932 von 130 auf 117 bei einem nur schwach gesunkenen englischen Index von 148 auf 144, *so erklärt die Lage der englischen Lebenshaltungskosten ein Abwärtsgleiten des Pfundkurses um 19 % — jedoch nicht um 26 %.*

Eine nicht unerhebliche Einschränkung erfahren diese Ergebnisse allerdings, wenn wir die Kurven für die anderen „Sterling-Club"-Länder sowie für die Vereinigten Staaten mit berücksichtigen, die sich nur wenig von der englischen Kurve entfernen.

b) die Abwärtsentwicklung der englischen Lebenshaltungskosten setzt 1925 ein und beträgt mit 15 % (174 : 148) zwar einen stärkeren Abstieg als das Absinken der Lebenshaltungskosten der „Goldländer" um nur 8 %, und als das fast gleichbleibende Preisniveau Deutschland. Sie hält sich jedoch im gleichen Rahmen wie die Abwärtsentwicklung der Vereinigten Staaten und der anderen „Sterling-Club"-Länder.

c) Diese geringe Anpassung der englischen Lebenshaltungskosten an die der Goldwährungsländer erklärt zum Teil das Ausbleiben der erwarteten Ausfuhrsteigerung Englands. Denn die englische Ausfuhr besteht in starkem Umfange aus Fertigwaren, deren Preisniveau sich mehr in den Lebenshaltungskosten als in den Großhandelspreisen widerspiegelt.

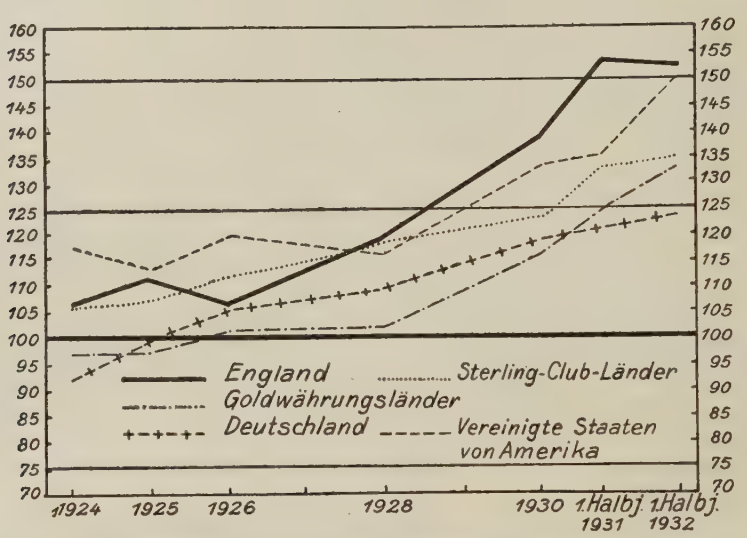
IV.

Wir sehen also: bei einem außerordentlich starken Fallen der Großhandelspreise Englands 1925 — 1931 nur eine mäßige Abwärtsentwicklung seiner Lebenshaltungskosten. In dem Auseinanderklaffen der Entwicklung dieser beiden Indices drückt sich die viel geschmähte *Unelastizität* der englischen Wirtschaft aus.

Um auch für diese Unelastizität der englischen Lebenshaltungskosten und damit für die *innerenglische* Auswirkung der außenwirtschaftlich-bedingten Senkung des Großhandelspreisniveau, also für die wahre Schwere der englischen Deflationspolitik einen Vergleichsmaßstab zu erhalten, dividierten wir die Lebenshaltungskosten der verschiedenen Ländergruppen durch ihr jeweiliges Großhandelspreisniveau und erhielten somit nachfolgendes Kurvenbild.

Hierbei zeigt sich deutlich, wieviel stärker die Preisschere zwischen Lebenshaltungskosten und Großhandelspreisen in England anstieg als in den anderen Ländern, wuchs sie doch von 10 auf 53 %,

also um 40 %, während sie in den „Goldländern" um 27 %, in den „Sterling-Club"-Ländern um 23 %, in Deutschland um 22 % und in den Vereinigten Staaten nur um 20 % anstieg. In diesen Zahlen offenbart sich für den, der sie richtig zu lesen versteht, die ganze Tragik des englischen



Die Lebenshaltungskosten verschiedener Länder in Prozent ihres Großhandelspreisniveau 1924/1932.

Wirtschaftsproblems in den sechs Jahren seiner Zugehörigkeit zum Goldstandard: das Auseinanderklaffen der Forderung aus seiner Außenorientierung und der inneren Preisentwicklung.

Eine weitere bemerkenswerte Tatsache zeigt das Kurvenbild: England ist das einzige Land, bei dem die Preisschere 1931 auf 1932 nicht weiter anstieg. Sie fiel sogar leicht von 153 auf 152, während die Gruppe der „Goldländer" ein 8%iges, die Vereinigten Staaten sogar ein 20%iges, weiteres Anwachsen der Differenz von Lebenshaltungskosten und Großhandelspreisen aufweisen.

3. England als Weltkreditmarkt.

Nicht mit Unrecht beginnen die meisten Abhandlungen über das englische Währungsproblem mit einer Schilderung der Lage des englischen Kreditmarktes; denn in der Tat: in seiner Überspannung und Illiquidität liegen nicht nur die äußeren Anlässe des Pfundsturzes, sondern liegt ein gut Teil der tieferen Ursachen des Abganges Englands vom Goldstandard. Die Lage des englischen Preis-

niveaus allein konnte uns keine volle Erklärung für das Ausmaß der Kurssenkung seit dem 19. 9. 31 geben. Wir finden die ergänzende Begründung in der internationalen Kreditverflechtung und damit der wirtschaftlichen Schicksalsverbundenheit Englands mit seinen Gläubiger- und Schuldnerstaaten. Denn internationale Kreditgewährungen, wie sie England erhielt und gab, bedingen und benötigen

a) die Zulassung gleichgerichteter Warenströme;

b) ein „Stillhalten", wenn nicht gar weitere Krediteinräumung in Krisenzeiten gegenüber schwachen Schuldnern;

c) die Ermöglichung gegenseitiger Wirtschaftsangleichung von Schuldner- und Gläubigerland — alles dies Spielregeln eines internationalen Kreditsystems, die die meisten Staaten seit dem Kriege, insbesondere aber Frankreich und die Vereinigten Staaten, nicht zu spielen verstanden.

Um uns ein Bild von der weltwirtschaftlichen Kreditverflochtenheit Englands und insbesondere der Bedeutung seiner „Kapitalbilanz" für die Ausbalancierung seiner gesamten Zahlungsbilanz zu machen, geben wir einige Zahlen aus den Ermittlungen des Macmillan-Reports wieder:

Englische Zahlungsbilanz 1924/1930.

in Mill. Pfund Sterling	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
Einfuhrüberschuß	−324	−384	−475	−390	−358	−366	−392
Überschuß auf Schifffahrtseinkünften	140	124	120	140	130	130	105
Andere Waren und Dienstleistungen	− 10	4	19	16	30	39	37
I. = zus. Waren- und Dienstleistungsbilanz	−194	−256	−336	−234	−198	−197	−251
Eink. Überschuß aus Übersee-Investitionen	220	250	285	285	270	270	235
Eink. Überschuß aus Zinsen u. Kommissionen	60	60	60	63	65	65	55
II. = zus. Kapitalertragsbilanz	+280	+310	+345	+348	+335	+335	+290
III. Kapitalübertragungs-Bilanz (als Saldo v. I und II errechnet)	− 86	− 54	− 9	−114	−137	−138	− 39

Diese Ermittlungen und Berechnungen des Macmillan-Reports ergeben zwar eine „aktive Zahlungsbilanz" Englands in dem Sinne, daß die zum Ausgleich notwendigen Kapitalströme nach dem Auslande das vom Auslande hereinfließende Kapital um jährlich £ 40, 50, 80, ja 138 Mill. überwiegen. Andererseits jedoch zeigt diese Aufstellung die starke Abhängigkeit Englands von Kapitaleinkünften aus dem Auslande zwecks Ausbalancierung seiner stark negativen Waren- und Dienstleistungsbilanz, die sich verschärft bei rückgängigen Schiffahrtseinkünften als Folge rückgängigen Weltaußenhandels. Auch wenn die Kapitalbewegungen — grade für England — vielfach als „primär" anzusehen sind, so bleibt doch als Tatsache bestehen, daß ein plötzlicher Ausfall in den Posten: Einkünfte aus Auslandsinvestitionen und Kreditgewährungen eine starke Gefährdung der englischen Zahlungsbilanz bedeutete, betrug doch allein der Saldo der Einkünfte aus englischen Überseeanlagen und Krediten im Durchschnitt der Jahre 1924 — 1930 ein jährliches Aktivum von RM. 6,5 Milliarden!

Es kann nicht unsere Aufgabe sein, das Anwachsen der Illiquidität bzw. Insolvenz der englischen Kredit- und Kapitalverflechtungen mit dem Auslande sowie die durch Mißtrauen oder politische Beweggründe hervorgerufenen plötzlichen Abzüge seiner kurzfristigen Auslandsgelder zu schildern. Der enge Zusammenhang der englischen „Krise" mit der deutschen und österreichischen Bankenkrise auf der einen, den südamerikanischen Moratorien auf der anderen Seite, dürfte hinreichend bekannt sein. Man mag in ihnen ein unglückliches Zusammentreffen sehen — oder die Folge einer zu sorglosen Kreditgewährung Englands — gleichviel: was uns hier interessiert, ist allein die Frage eines ursächlichen Zusammenhangs dieser Illiquidität und Überspannung der englischen Kreditverflechtungsbilanz mit der Außenbindung des Pfundes an das Gold. Wir kommen hierbei zu folgendem Ergebnis:

a) einmal war die starke internationale Kapital- und Kreditverflechtung Englands nicht nur erwünscht im Sinne einer willkommenen Begleiterscheinung der Pfund-Goldbindung, sondern England hatte um dieser seiner Bedeutung als Welt-Kreditmarkt willen bewußt die innerwirtschaftlichen Opfer einer Bindung seiner Währung an das Gold auf sich genommen.

b) Was das Grundsätzliche aber betrifft, tendiert jede Kreditgewährung an das Ausland zu einem Druck auf den eigenen Außenkurs, da jedes Kreditangebot zunächst als Angebot eigener Valuta auf dem Devisenmarkt erscheint. Umgekehrt tendiert jede Kreditrückzahlung und Verzinsung zu einer Hebung des Außenkurses der Gläubigerwährung. Übermäßige Kreditgewährungen und stockende Kreditrückzahlung wie stockende

Verzinsung wirken also gleichermaßen auf eine Kurssenkung der Gläubigerwährung hin. Dieser Kursdruck bedeutet zunächst ein Warnungszeichen für weitere Kreditgewährung. Darüber hinaus aber liegt bei freier Auswirkungsmöglichkeit dieser kurssenkenden Tendenz in der tatsächlich erfolgten Kursverschlechterung ein selbsttätiges Regulativ weiterer Kreditgewährung infolge des dadurch verursachten Kursverlustes. Die Kursverschlechterung wirkt begreiflicherweise vor allem dann hemmend auf weitere Kredittätigkeit, wenn das Gläubigerland den Verlust der Umwechslung zu tragen hat. Aber auch wenn — wie es bei England fast stets der Fall war — die Kredite in der Gläubigerwährung abgeschlossen werden, hemmt der vom Schuldner zu tragende Kursverlust dessen Kreditaufnahmewilligkeit in der unterbewerteten Währung.

Die Verhinderung einer fühlbaren Kursverschlechterung, d. i. die Bindung des Außenkurses einer Währung bedeutet somit die Ausschaltung eines wichtigen Sicherheitsventiles zwischenstaatlicher Kreditgewährung.

Wir möchten diese Ausführungen nicht so verstanden wissen, als wären wir Gegner internationaler Kreditverflechtungen. Im Gegenteil: Die Ausschaltung ungesunden oder übersteigerten zwischenstaatlichen Kredites liegt vor allem im Interesse eines normalen und gesunden internationalen Geld- und Kapitalmarktes. Nichts hat so sehr die internationale Kredittätigkeit gestört, als grade das allgemeine „overlending" und das dadurch hervorgerufene Mißtrauen. Die Rolle einer Auslese fällt ganz allgemein in unserer modernen Wirtschaftsverfassung der freien Preisbildung zu. Ein Eingriff in dieselbe, bzw. ihre Ausschaltung — also auf dem Valutamarkt die Außenkursbindung — bedeutete neben anderen die Hinderung des volkswirtschaftlich unbedingt erforderlichen Aussonderungsprozesses. Der Fall England beweist, was dieses für die Praxis bedeutet, wenn die Auslese nicht auf anderem Wege erreicht wird.

Ein ausreichendes und stets rechtzeitig eingreifendes Sicherheitsventil bildet eine freie Außenkursbildung allein selbstverständlich nicht[51]). Jedoch hätte ein freier Außenkurs des Pfundes bereits Jahre zuvor nicht nur England vor neuer Kreditgewährung gewarnt und die scheinbare Ausgeglichenheit seiner Zahlungsbilanz als Trugbild entlarvt, sondern (und das ist das Wichtige) die freie Außenkursbildung hätte selbsttätig einen Ausgleich in Zahlungs- und

51) Denn letzten Endes ist das Schicksal eines Kredites von der Zahlungsfähigkeit des Schuldners abhängig. Fehlinvestitionen sowie nachträgliche überraschende Insolvenz eines Schuldners werden sich nie ganz vermeiden lassen.

Kreditbilanz herbeigeführt. Fehlt ein solches Ventil, so möge man sich nicht wundern, wenn nach 6 Jahren der Umgehung eines notwendigen Ausgleichs die Katastrophe eintritt.

4. Die anderen Ursachen.

Die bisherige Schilderung der Ursachen und Zwangsläufe, die zum Abgang Englands von der Goldwährung führten, erhebt keineswegs einen Anspruch auf Vollständigkeit. Insbesondere verzichteten wir auf eine Aufzählung der verschiedenen Gründe der mangelnden Elastizität und damit der fehlenden Anpassungsfähigkeit der englischen Wirtschaft an das Ausland, wie wir sie insbesondere in der starren Parifpolitik der Trade Unions, der Preispolitik der Unternehmerverbände, den Steuern und Soziallasten u. a. zu suchen haben. Wir schilderten weder die englische Arbeitslosigkeit noch den unausgeglichenen Staatshaushalt oder andere Krisenerscheinungen. Wir untersuchten auch nicht die Ursachen für das Festfrieren der englischen Forderungen, noch die Gründe ausländischer Kreditkündigungen, — einerlei ob sie wirtschaftlich oder politisch bedingt wurden.

Uns genügt vielmehr die Feststellung der Tatsache einmal der mangelnden Anpassung der innerenglischen Wirtschaft an die Bedingungen seiner Außenwirtschaft und zum zweiten die Tatsache einer illiquiden internationalen Kreditverflechtung Englands sowie die Erkenntnis des ursächlichen Zusammenhangs dieser Erscheinungen mit der Außenwertorientierung der englischen Währung und der damit verbundenen Ermangelung eines ausreichenden Selbstregulativs einer freien Außenkursbildung für Außenwirtschafts- und Kreditbilanz.

Das Vorkriegsregulativ des internationalen Goldwährungssystems aber mußte in dem Augenblick versagen, da einerseits die eigene Innenwirtschaft sich gegen eine von außer her bedingte Deflationspolitik sträubte, und da andererseits die anderen Staaten sich weigerten, die durch internationale Goldzahlungen bedingten parallelen Güterströme aufzunehmen.

Vor einem allerdings müssen wir uns hüten: in der Außenwertorientierung des Pfundes die einzige Ursache der englischen Währungskrise zu sehen. Sie erklärt, wenn auch den hauptsächlichsten, so doch nur einen Teil der englischen Krise. Denn eine gesunde Währung bedarf neben einer gesunden Außenbilanz einer Wirtschaft auch eines gesunden Binnenmarktes. Wenn auch, wie wir sahen, die von außen her bedingte innere Deflation weitgehend die Innenwirtschaft lahm legte, so kamen auch innerenglische Krisenursachen, wie insbesondere die überhöhte steuerliche und sonstige öffentliche Belastung der englischen Wirtschaft hinzu, und können daher nur von hier aus gelöst werden.

II. Die Wirkungen der Loslösung Englands vom Goldstandard

Soweit sich in dem kurzen Zeitraum von 1½ Jahren seit dem Abgang Englands vom Goldstandard überhaupt schon eindeutige Entwicklungslinien feststellen lassen, können wir zwei große Gruppen von Folgeerscheinungen unterscheiden:

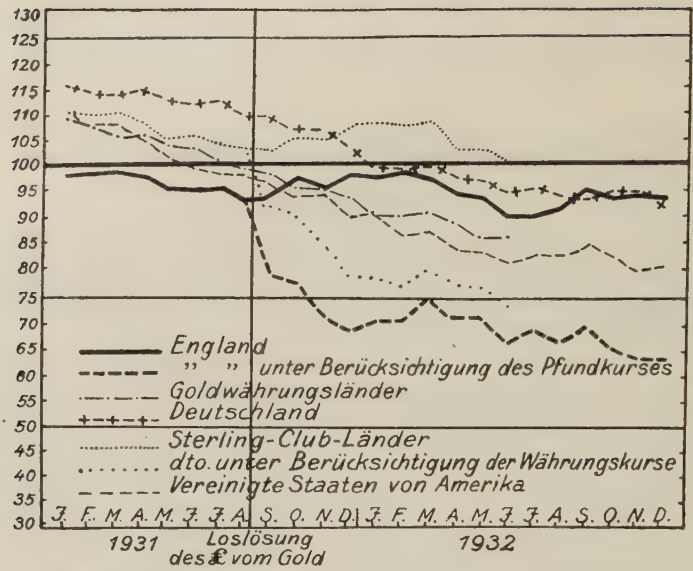
a) die Vermeidung einer weiteren von außen her bedingten inneren Deflationspolitik, die sich in einem Fortfall innerwirtschaftlicher Hemmnisse auswirkt.

b) die Stärkung der englischen Außenhandelsbilanz infolge einer Unterbewertung des Pfundes. Mit Wegfall dieser Unterbewertung jedoch, d. h. mit Angleichung des englischen in Gold ausgedrückten Preisniveaus an das Weltgold-Preisniveau entfällt dieser Vorteil — eine Ansicht, vor der die meisten Währungsschriftsteller immer wieder warnen.

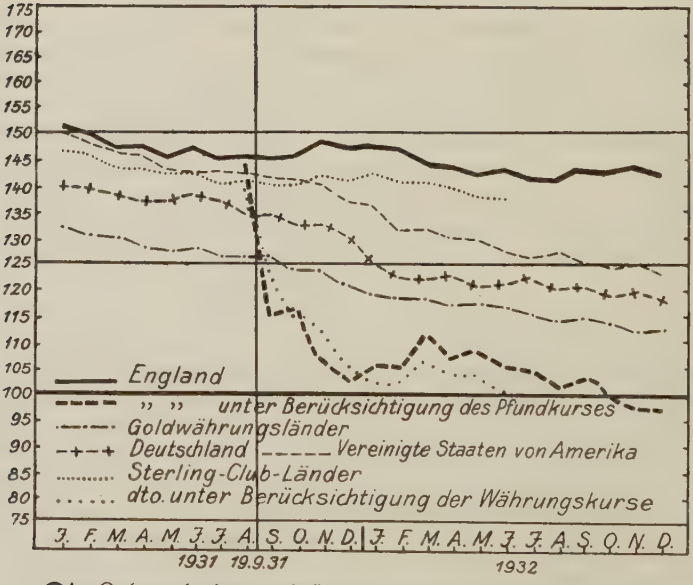
1. Die innerpolitischen Wirkungen.

Eines der Hauptkriterien der Entwicklung der englischen Wirtschaft in den sechs Jahren der Zugehörigkeit zum Goldstandard war die außerordentlich scharfe Deflation der Großhandelspreise bei nur sehr zögernd folgendem Rückgang der Lebenshaltungskosten, mit der Folge wachsender Preisspanne dieser beiden Indices. Die Vermeidung einer weiteren, solchermaßen von außen bedingten Deflation war daher eines der Haupterfordernisse der englischen Wirtschaftspolitik. Der so oft begegneten Fragestellung: Wieso kam es, daß einerseits das Pfund nach dem 19. 9. 31 nur um ca. 25 % sank, daß andererseits die Inlandspreise sich kaum erhöhten, stellen wir die weitaus berechtigtere Frage gegenüber: Wieso kam es, daß das Pfund so tief sank, bzw. die Inlandspreise nicht weiter fielen?

a) Die Großhandelspreiskurven (Abbildung 6) der Jahre 1931/32 zeigen deutlich die verschärfte Unterbietung der Großhandelspreise der Goldwährungsländer durch die in Gold umgerechneten Sterlingpreise bzw. „Sterling-Club"-Länder-Preise seit dem 19. 9. 31. Aber sie zeigen auch die für das englische Inlandspreisniveau eingetretene Vergünstigung: Die Ermöglichung eines annähernd stabilen inneren Preisniveaus Englands seit dem September 1931 bei gleichzeitigem 14%igem Fall der Großhandelspreise der Goldwährungsländer von 100 auf 86 allein in zehn Monaten, und Deutschlands um 13 % von



Das Großhandelspreisniveau Englands im Vergleich mit anderen Ländern 1931—1932.

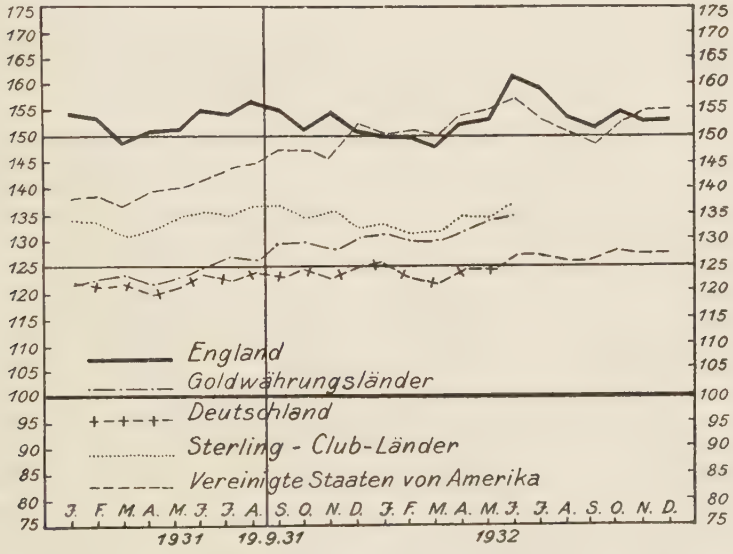


Die Lebenshaltungskosten Englands im Vergleich mit anderen Ländern 1931—1932.

110 auf 96. Die Gruppe der „Sterling-Club"-Länder verläuft annähernd parallel der englischen Entwicklung.

b) Die Lebenshaltungskostenindices zeigen ein ähnliches Bild: ungefähres Gleichbleiben der Preise für England und den „Sterling-Club" bei 8%igem Preisfall in den Goldwährungsländern, 10%igem Preisfall sowohl Deutschlands als der Vereinigten Staaten. Bis Dezember 1932 verstärkte sich die entsprechende Abwärtsbewegung auf 11, 12 und 13%. Gegen Ende des Jahres 1932 liegt das englische Lebenshaltungskostenniveau auf 142 verglichen mit 1913 = 100 gegenüber einer durchschnittlichen Höhe der Goldwährungsländer von 112 — eine Differenz, der eine Kursentwertung um 21 % entspräche, und die seit 1926 nicht mehr erreicht war.

c) Ein Vergleich der Lebenshaltungskosten mit den Großhandelspreisen ergibt zwar noch immer eine für England weit größere Preisschere als für die Goldwährungsländer. Jedoch was wesent-



Die Lebenshaltungskosten verschiedener Länder in Prozent ihres Großhandelspreisniveau.

licher ist: Während die Preisschere aller anderen Länder verhältnismäßig rasch in den letzten anderthalb Jahren ansteigt, die der Goldwährungsländer um 11 %, die der Vereinigten Staaten um 12 %, die Deutschlands um 4 %, konnte sich die englische Differenz zwischen Lebenshaltungskosten und Großhandelspreisniveau auf ihrem alten Stande halten — die Kurve der „Sterling-Club"-Länder zeigt eine deutliche Parallelität mit England.

2. Außenwirtschaftliche Wirkungen.

Sowohl die in Gold ausgedrückten englischen Großhandelspreise als auch die Lebenshaltungskosten liegen seit dem September 1931 wesentlich unter den entsprechenden Indexkurven aller anderen Länder. In dieser als „Unterbewertung des Pfundes" gekennzeichneten Erscheinung sehen die meisten Schriftsteller den hauptsächlichsten „Erfolg" der englischen Loslösung vom Golde. Wir geben gerne zu, daß diese Außenwirkung am deutlichsten als Vorteil Englands empfunden wird, weil sie eine plötzliche Änderung gegenüber der bisherigen Preislage bedeutet, während die Innenwirkung sich ja hauptsächlich negativ: in einer Vermeidung weiterer Deflation äußerte. Dennoch scheint mir die Wirkung des Schrittes vom 19. 9. 1931 auf die englische Außenwirtschaft nicht von der Bedeutung zu sein, wie sie ihr im allgemeinen beigemessen wird und weit hinter der Bedeutung der Auswirkungen auf die innere englische Wirtschaftslage zurückzustehen.

Denn einmal dürfte auch im Falle Englands eher die Bedeutung des inneren Volkswirtschaftsmarktes die Bedeutung seines

Production of United Kingdom 1924

in Mill. Pfund Sterling	insgesamt	davon Einfuhr
Final product of Industry	2478	
Deduct goods used in agriculture	55	
Deduct exports valued at work	710	
= Final avaibable product of Industry	1710	
davon Imports of raw material and serni-finished manufactures		640
Final available products of agriculture and fisheries	233	
davon: Imported materials		34
Imports of finished goods	463	463
Customs and excise duties	227	
Total Value of goods available for distribution	2663	1137

Außenmarktes übertreffen als umgekehrt. Es fehlt zwar für England ebenso wie für die anderen Länder eine zuverlässige statistische Berechnung oder auch nur Schätzung des Größenverhältnisses zwischen Binnenmarktwirtschaft und der vom Außenmarkt abhängigen englischen Wirtschaft. Eine Gegenüberstellung des durch die Steuerstatistik erfaßten englischen Volkseinkommens von ca. £ 2,4—2,5 Milliarden im Durchschnitt der Jahre 1924—28 mit dem gleichzeitigen Ausfuhrwert Englands von durchschnittlich £ 840 Mill.

oder dem Einfuhrwert von durchschnittlich £ 1,2 Milliarden ist viel zu roh, um unanfechtbar zu sein — ganz abgesehen von der im Zweifelsfalle zu niedrigen Erfassung des Volkseinkommens.

Brauchbarer erscheinen uns obenstehende Zahlen, die wir einer Untersuchung Clarks über das englische Einkommen entnehmen. Nach dieser Berechnung beträgt die vom Auslande abhängige volkswirtschaftliche Produktion £ 1 137 Mill., d. i. 43 % der gesamten im Inlande verbrauchbaren Gütermenge; Innenmarkt und Außenmarkt verhalten sich also wie 57 : 43. Eine Betrachtung nach dem Gesichtspunkt der Verwendung dürfte für den Innenmarkt noch günstiger lauten. Außerdem ist zu berücksichtigen, daß die Fehlerquellen für den Innenmarkt weit größer sind, als für die verhältnismäßig leicht zu erfassende Wareneinfuhr.

Zum anderen trägt der seit dem 19. 9. 1931 ziemlich starke Preisvorteil der englischen Ausfuhr in sich den Keim einer Verringerung: sei es

a) auf dem Weg über eine Rohstoffverteuerung für die eigene Produktion, sei es

b) über eine allmähliche Anpassung der ausländischen Preise, bzw. eine bewußte Unterbietung wie sie nunmehr die Vereinigten Staaten versuchen.

Endlich aber ist die Ausfuhr Englands auch von der Zoll- und Handels- und Währungspolitik der anderen Staaten abhängig, und daher nicht allein von der englischen Seite aus bestimmbar.

So kommt es, daß auch im Jahre 1932 selbst gegenüber 1931 die englische Ausfuhr leicht sinkende Tendenz aufweist, wenn auch weniger scharf als die Einfuhr. Dennoch deckt die Ausfuhr 1932 nur einen geringeren Teil der Einfuhr als noch 1930!

Die Entwicklung des englischen Außenhandels 1931/32.

Monats Durchschnitt	Einfuhr		Ausfuhr		Saldo	
	in Mill. Sterling	in % v. 1913	in Mill. Sterling	in % v. 1913	in Mill. Sterling	in % v. 1913
1930	79,8	100	47,6	100	—32,2	100
1931	66,5	82	32,4	68	—34,1	108
1932	54,1	68	30,2	63	—32,9	74
in % der Einfuhr						
1930	100		60		—40	
1931	100		49		—51	
1932	100		56		—44	

Die im Vergleich zur obigen Tabelle (Seite 79) geringeren Ziffern für die Ausfuhr erklären sich aus einer Vernachlässigung der Wiederausfuhr in dieser Tabelle.

Von einer wesentlichen oder irgendwie ausreichenden Besserung der englischen Handelsbilanz seit dem Abgang Englands vom Goldstandard kann also keinerlei Rede sein.

Auch ergibt sich aus diesen Zahlen, daß diese stark befürchtete Gefährdung des Weltaußenhandels durch eine englische Unterbietung nicht eintraf. Denn welche Gefährdung kann eine selbst gegenüber 1931 verringerte Ausfuhr Englands für die Welt bedeuten, wenn auch zugegeben wird, daß die Ausfuhr der anderen Staaten im Verlauf der letzten anderthalb Jahre noch stärker abnahm?

3. Der englische Kreditmarkt.

Führte die Loslösung des Pfundes vom Goldstandard als eine ihrer Hauptwirkungen zu einer Beendigung der innerenglischen Deflation, so muß diese Entspannung auch auf dem Kreditmarkt in Erscheinung treten. Die Bankbilanzen der Londoner „Bic Fives" zeigen ein deutliches Bild dieser Krediterhöhungen:

a) in einer Zunahme der Gesamtbilanz-Summe um ca 11 % gegenüber dem Vorjahr,
b) in einer Verbesserung ihrer „liquiden" Posten wie: Kasse, Call money, und Bills discounted von zusammen 31,3 auf 36,5 % der Bilanz-Summe, infolge
c) einer 68%igen Zunahme allein der Bills discounted, d. h. einer beträchtlichen Ausweitung ihrer Warenkedite,
d) endlich in einer Zunahme ihrer Investments um ebenfalls 60 %. Allerdings zeigen die Advances einen 15%igen Rückgang.

Bankbilanzen der Big Fives

Aktiva	1931 in Mill. Sterling	1931 in % d. Bilanzs.	1932 in Mill. Sterling	1932 in % d. Bilanzs.	in % v. 1913
Cassa	240	13,5	254	13,6	106
Call money	102,5	5,8	109,8	5,6	107
Bills discounted	211	12	355,3	18	168
Investments	241	13,6	405,5	20,7	168
Advances	812,8	46	692,7	35	85
Acceptances	93,8	5,3	82,4	4,2	88
Andere Aktiva	70,2	4	70,4	3,6	100
	1771,6	100	1970,3	100	111,2

Die Auswirkungen des 19. 9. 31 auf dem englischen internationalen Kreditmarkt können heute noch schlecht übersehen werden. Das fast völlige Aufhören neuer „Foreign"-Loans und „Foreign"-Invest-

ments setzte bereits lange vor dem 19. 9. 31 ein. Außerdem dürfte die Schwergewichtsverlagerung der englischen Kredittätigkeit auf Inland und Empire in der ganzen Richtung der englischen Wirtschaftsentwicklung liegen, und kann deshalb nicht in direkten Zusammenhang mit der Entwicklung der englischen Währungspolitik gebracht werden.

Dem Wirtschaftsdienst entnehmen wir folgende, mit dem Economist übereinstimmende Zahlen:

Bestimmungsländer der Londoner Emissionen.

Länder	1913	1927	1928	1929	1930	1931	1932
I. in Mill. Sterling							
England	35,9	206,8	263	198	170,7	54,5	163,1
Empire	76,1	99,8	63	61	61,5	38,5	25,4
Ausland	84,4	48,5	43	26,2	35,6	9,1	0,3
zusammen	196,4	355,1	369	285,2	267,8	102,1	188,9
II. in Prozent der Gesamtsumme							
England	18	58	69	70	64	53	87
Empire	39	28	19	21	23	38	13
Ausland	43	14	12	9	13	9	0,2
	100	100	100	100	100	100	100

Die Tabelle zeigt neben der fast völligen Einstellung der Emmissionstätigkeit für „Foreign-Countries" seit 1930 einen scharfen Rückgang derselben bereits in der ganzen Nachkriegszeit gegenüber 1913.

. . .

Was endlich die Entwicklung des Pfundkurses und insbesondere seine Schwankungen anbetrifft, so verweisen wir auf Abbildung 1 und 2 unserer Arbeit (siehe oben Seite 47 und 55).

III. Die Parallele Deutschland-England.

1. Deutschland — „Sterling-Club" — England.

Nach dem bisher Gesagten bedarf es zur Frage eines Anschlusses Deutschlands an den „Sterling-Club" nur mehr weniger Worte. Denn grundsätzlich gelten für Deutschland die gleichen Folgerungen: Vorteile und Nachteile einer Außenwertorientierung seiner Währung wie für England. Ein Anschluß Deutschlands an den „Sterling-Club" aber bedeutet ebenso wie die heutige deutsche und die bisherige englische Goldwährung eine Außenwertorientierung der Währungspolitik. Andererseits jedoch wäre es denkbar, daß — wenn Deutschland sich nicht zu einer Innenwertorientierung entschließen wollte — eine Richtungsänderung vom Golde zum Sterling für Deutschland dank seiner besonderen Lage Vorteile brächte, wie sie auch die bereits dem „Sterling-Club" angeschlossenen Länder in einem solchen Schritte zu erblicken glaubten.

a) Der Außenhandel.

Betrachten wir zunächst die verschiedenen Länder, die sich im Laufe der letzten anderthalb Jahre dem Vorgehen Englands anschlossen, wie: Dänemark, Schweden, Norwegen, Indien, Ägypten, Japan, die Kronkolonien und seit 1933 die Südafrikanische Union; weiter in gewissem Sinne Australien und Neuseeland, deren Kurs bereits im Durchschnitt des Jahres 1930 ein Disagio von 5 % gegenüber dem Golde aufwies, und auch seither beträchtlich unter den anderen „Sterling-Club"-Kursen liegt; endlich Canada, das seinen Valutakurs stets wesentlich über dem Pfundkurse zu halten vermochte.

Für die meisten dieser Länder zeigt sich im Vergleich zu Deutschland ein wesentlich höherer Außenhandelswert je Kopf der Bevölkerung:

Ausfuhr und Einfuhr je Kopf der Bevölkerung in Mill. RM.

1926	Einfuhr	Ausfuhr
Neuseeland	704	632
Canada	461	566
Australischer Bund	514	486
Dänemark	517	484
Niederlande	547	391
Schweiz	482	372
Großbritannien	558	350

Belgien, Luxemburg	388	336
Argentinien	309	298
Norwegen	367	273
Schweden	276	263
Chile	168	214
Frankreich	196	196
Vereinigte Staaten	174	170
Finnland	170	169
Deutschland	160	167
Brit. Südafrika	138	147
Italien	104	75
Japan	79	68
Ägypten	77	64
Brasilien	54	63
Britisch-Indien	11	14

Will man nicht ohne weiteres für diese Länder ein höheres Volkseinkommen, gerechnet je Kopf der Bevölkerung, als für Deutschland annehmen, so lassen obige Ziffern auf eine größere Bedeutung des Außenhandels der meisten Länder für ihre Volkswirtschaft schließen. Japan, Ägypten und Britisch-Indien zeigen zwar wesentlich geringere Ausfuhrziffern als Deutschland; dennoch scheint ihre verhältnismäßig starke Handelsverflechtung mit England sie zum Anschluß bewogen zu haben.

Die große Bedeutung des Außenhandels obiger Staaten und ihre enge Beziehung zu England erklärt weitgehend ihre Neigung zu einer Außenorientierung ihrer Währung überhaupt, und einer Orientierung nach dem Welthandelslande England im besonderen — Gründe, die für Deutschland weitgehend entfallen, wenn auch England in unserem Außenhandel eine bedeutende Rolle spielt. Mit anderen Worten: die Größe unseres Außenhandels dürfte keine wesentliche Begründung für eine Außenwertorientierung unserer Währung, also weder für eine Goldwährung noch auch für einen Anschluß an das englische Pfund darstellen, wenn gleich England und der englischen Konkurrenz im Rahmen unseres Außenhandels eine wesentliche Bedeutung zukommt.

b) Emissionen und Kredite.

Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Bedeutung zwischenstaatlicher Emissionen und Kredite Englands, Deutschlands und der „Sterling-Club"-Länder.

I. Die für die Empire-Länder getätigten Emissionen des Londoner Marktes bedeuten absolut und relativ einen hohen Betrag. Auch hier offenbart sich die enge wirtschaftliche Verflochtenheit der fast ausnahmslos vom Goldstandard abgegangenen Empire-Länder mit England. Die Ziffern des Anteils der Empire-Länder an den

Londoner Emissionen im Vergleich zu den Foreign Countries ersahen wir bereits aus der Tabelle auf Seite 93. Ergänzen wir diese Zahlen für die Jahre 1924—1926, so ergeben sich für den Zeitraum 1924 bis 1932 folgende Zahlen, umgerechnet in Reichsmark:

New capital rised in London by issue to the public or to shareholders

	in Millionen RM.				In % der Gseamts.		
	Total	England	Empire	Foreign Coutries	Engl.	Emp.	F. C.
I. Zahlen lt. Economist							
1924—1932	44564	28093	10765	5706	63	24	13
1927—1931	28140	18227	6610	3310	65	23	12
II. Zahlen lt. Vierteljahresheft z. Konjunkturforschung							
1927—1931	25560	14790	6770	4000	58	26	16

In beiden Berechnungen ergibt sich ein verhältnismäßig großer Anteil der Empireländer an den gesamten ausländischen Kapitalemissionen Englands. Andererseits zeigen beide Berechnungen ein beträchtliches Überwiegen der inländischen Kredittätigkeit.

II. Eine Gegenüberstellung der deutschen Auslandsschulden gegenüber der inländischen Kredittätigkeit zeigt ein ähnliches Verhältnis. Stellen wir die Gesamtsumme der 1924—1930 aufgenommenen kurzfristigen Auslandskredite von RM. 8069 Mill. [1]) (verrringert um die zurückgezahlten Kredite) der Summe der deutschen kurzfristigen Kredite von RM. 25 200 Mill. [2]) gegenüber, so erhalten wir einen Anteil des zwischenstaatlichen kurzfristigen Kreditmarktes von 32%.

Eine andere Berechnungsart führt zu fast gleichem Ergebnis. Wir entnehmen der Untersuchung von Versuch über „Das Fremdkapital der deutschen Großbanken" [3]) folgende Zahlen:

Krediteinlagen bei den deutschen Großbanken 1924—1931.

Ausländische Einlagen im Jahresdurchschnitt . . RM. 2 424 Mill.
Gesamtkreditoren im Jahresdurchschnitt . . . . . RM. 7 258 Mill.

Der Prozentanteil der ausländischen Anlagen beträgt auch hier 33%.

Selbst in den Hausse-Jahren ausländischer Kreditaufnahmen Deutschlands bleibt also

1) Errechnet aus dem Stat. Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1932.
2) Entnommen aus den Vierteljahresheften für Konjunkturforschung.
3) Martin Versuch, Das Fremdkapital der deutschen Großbanken seit der Stabilisierung der Mark, 1932.

der Betrag der Auslandskredite weit hinter der innerdeutschen Kredittätigkeit zurück. Auch von dieser Seite aus ergibt sich somit keine zugkräftige Begründung der Notwendigkeit einer Unterordnung der inländischen Währungs- und Kreditpolitik unter die Bedürfnisse einer Außenwertorientierung.

c) Goldstandard oder Sterlingstandard?

Sprechen auch unter Berücksichtigung der weltwirtschaftlichen Handels- und Kreditverflechtungen Deutschlands keine positiven Gründe für einen Anschluß Deutschlands an den Sterlingsstandard, so ergeben sich andererseits zwei beachtliche negative Gründe für einen solchen Schritt, nämlich augenblickliche Vorteilsmöglichkeiten eines Sterlingsstandard gegenüber einem Goldstandard:

I. Die verhältnismäßig engen Handelsbeziehungen zwischen Deutschland und England, welches sowohl als Abnehmer wie als Lieferant stets an erster oder zweiter Stelle im deutschen Außenhandel stand.

II. Die Wahrscheinlichkeit einer Vermeidung weiterer deflationistischer Tendenzen, die noch immer von einer Zugehörigkeit zum Goldstandard drohen.

2. Die deutschen Probleme.

Positive Gründe für einen Anschluß Deutschlands fanden wir nicht, weil sich die meisten Gründe für die Notwendigkeit oder die Vorteile einer Außenwertorientierung einer Währung nicht als stichhaltig erwiesen. Wir glauben unsere theoretischen Erkenntnisse im ersten Teil der Arbeit am praktischen Beispiel Englands einleuchtend belegt zu haben. Zum Schluß sei noch einmal auf das speziell für Deutschland immer wieder angeführte Argument der Notwendigkeit einer Außenwertorientierung für ein Schuldnerland eingegangen. Ein Abgang Deutschlands vom Goldstandard bedeute, so lautet die Befürchtung, ein Anwachsen des Warenwertes unserer Goldschulden. Die Beantwortung dieser Frage ist davon abhängig, ob im Falle einer Loslösung der Reichsmark von ihrer Goldbindung ein stärkerer Kurssturz, ähnlich dem englischen Kurssturz nach dem 21. September, wahrscheinlich wäre. Es ist nicht unsere Aufgabe zu prophezeien, wir können jedoch an Hand unserer Preiskurven die Vermutung aufstellen, daß die ca. 30%ige Kurssenkung des Pfundes wesentlich durch die vor dem 19. September 1931 relativ überhöhten Lebenshaltungskosten Englands mitverursacht war und ist, und daß diese Kurssenkung nicht verhindert wurde durch die Tatsache bereits vor dem Abgang Englands vom Goldstandard außerordentlich niedriger Großhandelspreise.

Wenden wir dieses auf die Lebenshaltungskosten bezogene „Gesetz" der Kaufkraftparität auf Deutschland an, so ergibt sich zur Zeit höchstens eine ca. 5%ige Überwertung der Reichsmark, sodaß von dieser Seite also keine wesentliche Gefahr einer schärferen Kurssenkung erwachsen dürfte. Gefährlicher dürfte für eine Steigerung unserer Schuldenlast ein weiteres Sinken der in Gold ausgedrückten internationalen Warenpreise sein, auf welche Deutschland keinen wesentlichen Einfluß auszuüben vermag.

Die Frage eines stabilen Außenkurses berührt weit eher als das Schicksal bereits abgeschlossener Kredite etwaige neuabzuschließende Kreditverflechtungen. Soweit eine Aufnahme neuer Auslandskredite erwünscht ist, könnte infolge der augenblicklich angespannten internationalen Kreditlage ein stabiler Außenkurs der Reichsmark allerdings einen gewissen Vorteil bedeuten. Aber auch bei einer Bejahung der Zweckmäßigkeit und Erwünschbarkeit neuer ausländischer Kreditaufnahmen Deutschlands träten dieselben auf jeden Fall weit hinter die Bedeutung unseres inländischen Kreditmarktes zurück und verdienen keinerlei ausschlaggabendes Gewicht für die Frage unserer Währungsorientierung.

Was jedoch die Frage des „Prestiges" anbetrifft, so dürfte im Zweifelsfall eine freie Kursbildung auf die Dauer gesehen ehrlicher und deshalb vorteilhafter sein als eine künstliche Hochhaltung des Reichsmarkkurses, die zur Notwendigkeit eines Moratoriums für Auslandsschulden führen könnte. Wir können R. Hobson[4]) nur beistimmen, wenn er auf der Berliner Weltwirtschaftskonferenz im Mai 1932 meinte, ein „ehrlicher Bankrott" in Form einer durch freie Kursbildung hervorgerufenen Außenkurssenkung sei einem „verschleierten Bankrott" vorzuziehen. Nur ist nicht recht einzusehen, warum der etwaigen Loslösung unseres an das Gold gebundenen Außenkurses eine erneute Außenorientierung in Form eines Anschlusses an das Pfund folgen sollte.

3. Schlußwort.

Unsere Untersuchung zeigte uns die Problematik der zweifellos vorhandenen Vorteile einer außenwertgebundenen Währung: ihre verhältnismäßig leichte Handhabung, ihr automatisches Funktionieren, ihre Bedeutung für die Entwicklung der Weltwirtschaft sowie den internationalen Wirtschaftsausgleich und die gegenseitige Anpassung der einzelnen Volkswirtschaften. Die Problematik besteht in der Abhängigkeit des Funktionierens eines internationalen Währungssystemes vom Zusammenspiel aller, in der Notwendigkeit einer Angleichung der Innenwirtschaft an die Bedingungen der eigenen Außenwirtschaft sowie fremder Währungs- und Wirtschaftspolitik, in einem Interessenkonflikt des inneren und äußeren Volkswirt-

4) Vgl. oben S. 5.

schaftsmarktes insbesondere in Krisenzeiten, sowie in dem Fehlen eines selbsttätigen Ausgleichs der Außenbilanz durch eine entsprechende Außenkursänderung. Mit anderen Worten: Die Untersuchung ergab, daß die vom „Mitspiel" anderer Staaten abhängigen Vorteile eines gebundenen Außenwertes im Konfliktsfalle eine Opferung der Interessen der eigenen Binnenwirtschaft bedeuten. Ob ein Staat willens und fähig ist, diese Opfer zu bringen, ist eine Willens-, bzw. Tatsachenfrage im Einzelfalle.

Die Geschichte Englands zeigt nach sechsjährigem Bemühen um eine Aufrechterhaltung eines festen Außenkurses das Aufgeben dieser Außenorientierung. Gezwungen oder freiwillig, gleichviel: seine Entscheidung fiel zugunsten einer am Innenwert, d. i. am inneren Preisniveau und inneren Kreditmarkt orientierten Währung. Neuerdings werfen auch die Vereinigten Staaten ihr Währungssteuer nach dieser Seite.

Es ist Aufgabe des Politikers, nicht jedoch dieser Arbeit, zu entscheiden, ob Deutschland ebenfalls eine Umorientierung nach den Bedürfnisse der inneren Volkswirtschaft vornehmen will oder ob es eine weitere Außenorientierung selbst auf Kosten des Binnenmarktes für tragbar oder gar erwünschbar hält.

Eine Umorientierung vom Golde zum Sterlingstandard, wie sie von Keynes und anderen vorgeschlagen war und die Abfassung unserer Arbeit veranlaßte, vermag vielleicht vorübergehende Erleichterungen für Deutschland zu bringen — an der grundsätzlichen Frage: Innenwert oder Außenwert, Innenwirtschaft oder Außenwirtschaft, Eigen-Regelung oder Fremd-Regelung, geht sie vorbei und kann somit die großen währungspolitischen Probleme unserer Zeit und unserer deutschen Wirtschaft nicht lösen.

Internationale Preisindices 1924—1532 [1]

	1924	1925	1926	1928	1930	1931 [1]	1932 [1]
Großhandels-Indices							
Deutschland	137	142	134	140	125	114	98
V. St. A.	143	152	144	144	122	107	87
Goldländer	143	146	137	139,5	119,5	106	89
England	150	158	147	139	114	97	95 (70)
Sterling-Club-Länder	158	163	155	143	126	108	105 (78)
Welt	149	153	144	141	112	106,5	96 (86)
Lebenshaltungskosten-Indices							
Deutschland	128	140	141	152	147	138	122
V. St. A.	167	172	172	167	161	146	131
Goldländer	138	142	138	141	138	130	117
England	159	174	172	166	157	148	144 (107)
Sterling-Club-Länder	167	172	173	169	155	143	139 (103)
Welt	150	156	150	153	144	134	125 (111)
Lebenshaltungskosten in % der Großhandelspreise							
Deutschland	93	99	105	109	118	121	124
V. St. A.	117	113	119	116	132	136	151
Goldländer	97	97	101	101	115	123	133
England	106	110	107	119	138	153	152
Sterling-Club-Länder	106	107	111	118	123	132	135
Welt	101	102	104	108	128	127	133

Literatur-Angabe

I. Bücher und Schriften

Bang, Dr., Paul: Geld und Währung, 1932.
Benham, Fredric: Das englische Währungsexperiment, 1933.
Berfuch, Martin: Das Fremdkapital der deutschen Großbanken seit der Stabilisierung der Mark, 1932.
Burchardt, Fritz: Die Entwicklungsgeschichte der monetären Konjunkturtheorie, 1928.
Busse, Hans: Die Golddevisenwährung, ihre Bedeutung in Vergangenheit und Gegenwart, 1932.
Cassel, Gustav: Theoretische Sozialökonomik, IV. Aufl. 1927.
„ Das Geldproblem der Welt, 1921.
„ Das Geldwesen nach 1914, 1925.
Clark, Colin: The National Income 1934—1931, London, 1932.
Cunliffe-Report: Report of the Committee on Currency and Foreign Exchanges after the war, 1923.
Einzig, Paul: Das Schicksal des Pfundes, 1932.
Eucken, Walter: Kredit und Konjunktur, in: Schriften des Vereins für Sozialpolitik, 1929 Bd. 175.
„ Kritische Betrachtungen zum deutschen Geldproblem, 1923.
Fisher, Irving: Der schwankende Geldwert, seine Ursachen und Folgen und Vorschläge zu seiner Beseitigung, 1924.
Gregory, T. I.: The Gold Standard and its Future, Nov. 1931.
Hahn, Albert: Goldvorteil und Goldvorurteil, 1924.
„ Kredit und Krise, 1931.
„ Aufgaben und Grenzen der Währungspolitik, 1928.
Hayek, Friedrich A.: Preise und Produktion, 1931.
Helfferich, Karl: Zur Geschichte der Goldwährung, 1896.
„ Das Geld, 1923.
„ Die deutsche Währung im Jahre 1923, Nachtrag 1931.
Hilferding: Die Krise der kapitalistischen Kreditorganisation, 1931.
Keynes, J. N.: Vom Gelde, 1932.
„ Ein Traktat über Währungsreform (Tract on Monetary Reform) 1923.
Knapp, Georg Friedr.: Staatliche Theorie des Geldes, 1905.
Lehmann, Ernst: Restitution der englischen Goldwährung, Diss. Berlin 1924.
Macmillan-Report: Report of the Committee on Finance and Industry 1931 London.
Muhs, Karl: Die Entthronung des Goldes, Berlin 1932.
Neißer, Hans: Der Tauschwert des Geldes, 1928.
Peddie, J. Taylor: The Crisis of the Pound, 1932.
Priester, Hans: Das Geheimnis des 13. Juli. Ein Tatsachenbericht von der Bankenkrise, 1932.
Report of the Committee on the Currency and Bank of England-Note-Issues, 1925.

Report of the Imperial Economic Committee, 13. Bericht: A Memorandum of the Trade of the British Empire, 1913 to 1928, London 1930.
Ricardo, David: Die Grundsätze der politischen Ökonomie oder der Staatswirtschaft und der Besteuerung, Übers. C. A. Schmidt, Weimar 1821.
Ricardo, David: Proposals for an Economic and Secure Currency in: The Works of David Ricardo by Mc Culloc 1888.
Salter, Sir Arthur, Recovery, the Second Effort, 1932.
Sandig: Das Problem des Fremdkapitals. Versuch einer Bestimmung der Grenze wirtschaftlicher Verwertbarkeit des Fremdkapitals in der Unternehmung, 1930.
Schacht, Hjalmar: Grundsätze deutscher Wirtschaftspolitik, 1932.
„ Die Stabilisierung der Mark, 1927.
„ Eigene oder geborgte Währung, 1927.
Schiele-Naumburg: Goldstandard und Arbeitslosigkeit, 1932.
„ Naumburger Wirtschaftsbriefe.
Schmidt, Alfred: Die Geschichte des englischen Geldwesens im 17. und 18. Jahrhundert, 1914.
„ Währungsfragen der Gegenwart, Aufsätze der Gegenwart, 1922.
Schubert, Alfred: Die Auslandskredite und ihre Bedeutung für die deutsche Volkswirtschaft, Diss. Berlin 1932.
Schultze, Ernst: Pfundsturz und Weltkrise, 1932.
Schumacher, Hermann: Der Londoner Geldmarkt, 1930.
Smith, Adam: Untersuchung über das Wesen und die Ursachen des Volkswohlstandes.
Solmssen, Georg, Die deutsche Kapitalnot und die Wege zu ihrer Überwindung, 1931.
Somary, Felix: Bankpolitik, 1929.
„ Wandlungen der Weltwirtschaft seit dem Kriege, 1929.
Stark, J.: Der Kapitalexport und seine Rückwirkungen auf die kapitalexportierenden Länder, an Hand der Beispiele England und VStA.
Tauffig, F.: Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, 1929.
Tismer, Alfred: Grenzen der Diskontpolitik, 1932.
„ Die Stabilisierung des Goldmarktes als Ziel der Währungspolitik, 1930.
Tolf, Kurt: Voraussagungen und Wirksamkeit der Diskontpolitik in England und den Vereinig. Staaten Berlin, 1932.
Ullmann, Heinrich: Die Stellung der Reichsbank auf dem Geldmarkt vor und nach dem Kriege, 1931.
Wagemann, Ernst: Allgemeine Geldlehre 1926.
„ Geld- und Kreditreform, 1932.
„ Was ist Geld?, 1932.
Weltwirtschaftskonferenz Berlin Mai 1932: Stenographische Berichte, Verlag Mosse.

II. Aufsätze in Zeitschriften.

Bandmann Egon: England: Die Bankdirektoren über Goldwährung und internationale Verschuldung in „Wirtschaftsdienst" 5. 2. 1932.
Beckerath: Gefahren übermäßiger Auslandskredite in „Kreditwirtschaft" Bd. II, 1927.
Berkenkopf, Paul: Zur deutschen Währungspolitik, in „Wirtschaftsdienst" 5. 2. 1932.
Bonn: Ein Jahr Papierwährung in England in „Währung und Wirtschaft" Sept.-Heft 32.
Dalberg: Das Währungsrisiko bei Auslandsanleihen, in „Bankarchiv" vom 14. 9. 25.

Eucken, Walter: Auslandskredite in „Magazin der Wirtschaft" v. 26. 1. 1928.
Friedrich: Deutsch-Französische Kapitalverbindungen in „Der deutsche Ökonomist" v. 4. 9. 1931.
Gaul, Ernst F.: Goldagio und Weltdepression in „Wirtschaftsdienst" vom 5. 2. 1932.
Gönningen, H.: Auswirkungen des Geldumlaufs in „Die Bank" vom 13. 4. 1932.
Gregory T. E.: Hemmt die Preisstabilisierung den Fortschritt? in „Wirtschaftsdienst" vom 28. 1. 1927.
Gutmann, Franz: Internationale Kapitalbewegungen in „Handwörterbuch der Staatswissenschaften" IV. Aufl. Ergänzungsband 1929.
Hall, A.: Die kurzfristige Verschuldung der Gläubigerländer in „Der deutsche Ökonomist" vom 2. 10. 1931.
Hecht: Kredite und Risiken im Exporthandel in „Kreditwirtschaft" II, 1927.
Hermann, Dr., Kurt: Reform der Goldwährung in „Der deutsche Ökonomist" vom 30. 9., 7. 10. und 14. 10. 1932.
Keynes: Economic Prospects, Rede gehalten in Hamburg 8. 1. 32 in „Wirtschaftsdienst" 1932, Heft 2.
„ Ein Plan für die Weltwirtschaftskonferenz 1933 in „Wirtschaftsdienst" vom 23. 12. 1932.
Krämer, Karl: Der Weg des Pfundes in „Wirtschaftsdienst" vom 25. 9. 1931.
Luft, Hermann: Goldstandard — Sterling-Standard in „Der deutsche Ökonomist" vom 29. 1. 1932.
„ Der Kampf um eine Neuordnung der Britischen Währungspolitik in „Der deutsche Ökonomist" vom 6. 5. 1932.
„ Sein und Wirkungen der englischen Währungspolitik in „Der deutsche Ökonomist" vom 9. 10. 1932.
MacKenna: The Decline in Sterling, in „Monthly Review" der Midland Bank, London.
Neisser, Hans: Devisenkurspolitik und Geldschöpfung in „Magazin der Wirtschaft" vom 2. 2. 1928.
Palyi: Kapitalwanderungen und Goldwährung in „Der deutsche Ökonomist" vom 23. 9. 31.
Schacher, Berlin: Die französische Goldpolitik in „Der deutsche Ökonomist" vom 2. 10. 31.
Schumpeter: Die goldene Bremse an der Kreditmaschine, in „Kreditwirtschaft" II, 1927.
Solmssen: Die Beschaffung von Krediten im Auslande, in „Bank-Archiv" vom 15. 3. 1925.
Victor, Max: Das sog. Gesetz der abnehmenden Außenhandelsbedeutung in weltwirtschaftl. Archiv 1932 II S. 59 ff.
Vogel, E. Hugo: Die Organisation eines internationalen Goldwährungssystemes nach den Vorstellungen von J. M. Keynes in „Wege zur Arbeit" 1932, 23. 11. 32.
Wegener: Roggenwährung, Aufsatz im „Tag" 15. 2. 1922.

Lebenslauf

Am 25. Februar 1908 wurde ich in Stuttgart als Tochter des damaligen Rechtsanwaltes, jetzigen Kunstmalers Heinrich Lotter und seiner Ehefrau Margarete, geb. Bilfinger, geboren. Ostern 1926 erhielt ich das Reifezeugnis der „Zeppelin-Oberrealschule" zu Konstanz mit der Gesamtnote „gut". Im Herbst desselben Jahres zog ich nach der Universität Tübingen, um mich dem Studium der Staats- und Wirtschaftswissenschaften zuzuwenden. Nach dreisemestrigem Studium in Tübingen besuchte ich die Universität Kiel mit dem dortigen Institut für Weltwirtschaft und Seeverkehr. Im folgenden Wintersemester 1928/29 hörte ich an der Universität Berlin sowie der „Deutschen Hochschule für Politik". Im Herbst 1929 legte ich an der Universität Tübingen die Diplomprüfung für Volkswirte mit der Gesamtnote „gut" ab und wandte mich daraufhin wieder nach Berlin, um hauptsächlich politische Fächer zu studieren. Neben der Universität studierte ich deshalb wieder an der Hochschule für Politik. Im März 1930 erhielt ich in der „Hermes-Kreditversicherungs-Bank-AG" eine Stellung als Diplom-Volkswirt, um ein Wirtschaftsarchiv aufzubauen und tägliche Presseberichte herauszugeben. Nachdem ich im Rahmen einer allgemeinen Einschränkung im Oktober 1931 wieder entlassen wurde, begann ich im Wintersemester 1931/32 bei Herrn Professor Dr. Bernhard meine Doktorarbeit über das „Problem einer Verbindung der deutschen mit der englischen Währung".

Richarda Lotter.